

Verdeckter Positionsaufbau in börsennotierten Aktiengesellschaften – Anlegerschutz, Publizität, Enforcement –

Die Transparenz wesentlichen Anteilsbesitzes durchbricht die Anonymität von Aktie und Aktionär:¹ Seit 1965 informiert die aktienrechtliche Beteiligungspublizität über geplante und bestehende Konzernverbindungen und die Machtverhältnisse in der Gesellschaft.² Die Umsetzung der ersten Transparenzrichtlinie³ brachte im Jahr 1995 mit dem neuen *Wertpapierhandelsgesetz* ein Frühwarnsystem zum Beteiligungsaufbau ab 5 %.⁴ Die zweite Transparenzrichtlinie 2004 sollte Aktienhandel in voller Kenntnis der geänderten Stimmrechte und Markttransparenz großer Kapitalbewegungen ermöglichen.⁵ Heute trifft Aktionäre mit Erreichen der 3 %-Stimmrechtsschwelle eine Melde- und bei Erlangung der 30 %-Kontrollschwelle eine Angebotspflicht.⁶ Das *TransparenzRL-Umsetzungsgesetz* (TUG)⁷ ging im Jahr 2007 über die EU-Vorgaben hinaus, um „ein unbemerktes „Anschleichen“ an Emittenten zu erschweren.“⁸ Aus dem gleichen Grund müssen seit dem *Risikobegrenzungsgesetz*⁹ Aktionäre ab einem 10 %-Stimmrechtsanteil ihre Ziele und Finanzquellen offenlegen.

Wozu der Aufwand? Die Anteilstransparenz aktiviert die Selbstschutzkräfte von Aktionären und Kapitalmarkt gegen unliebsame Überraschungen. Wird der Aufbau größerer Anteile publik, kann der Kapitalmarkt durch Preisreaktionen den Kontrollwechsel antizipieren. Verwaltung und Aktionäre können Abwehrmaßnahmen vorbereiten und Konkurrenzangebote einwerben. Diese Handlungsoptionen entfallen weithin, wenn der Positionsaufbau indirekt und verdeckt geschieht, was als „Anschleichen“ stigmatisiert wird. Die diversen Praktiken eines verdeckten Positionsaufbaus durch Finanzinvestoren,¹⁰ Konzerne,¹¹ Familienunternehmen¹² und Privatper-

¹ Zu diesem Postulat Siebel, FS Heinsius, 1991, S. 771, 784 f; über den anonymen Aktionär *Siems*, ZGR 2003, 218.

² Kropff, Aktiengesetz 1965, S. 38.

³ Artt. 4 ff. der Richtlinie 1988/627/EWG vom 12. 12. 1988.

⁴ BegrRegE zu § 21 I WpHG, BT-Drs. 12/6679, S. 52.

⁵ 18. Erwägungsgrund zur Richtlinie 2004/109/EG vom 15. Dezember 2004.

⁶ §§ 21 Abs. 1, 26 WpHG, §§ 29 Abs. 2, 35 Abs. 2 WpÜG.

⁷ BGBl. I (2007), S. 10 vom 10. Januar 2007.

⁸ Allg BegrRegE zum TransparenzRL-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/2498, S. 26.

⁹ BGBl. I, 2008, S. 1666 vom 18. August 2008; s. dort § 27 a Abs. 1 WpHG.

¹⁰ Vgl. den im Folgenden besprochenen Fall CSX/TCI und die Strategie von *Laxey Partners* beim Schweizer Bauunternehmen *Implenia* (2007).

¹¹ *Volkswagens* Anteilsaufbau in *MAN* (2006/2007); *Mercks* Anteilsaufbau in *Schering* (2006).

¹² *Porsche* soll beim Anteilsaufbau in *Volkswagen* Swaps eingesetzt haben; zu *Schaefflers* Anteilsaufbau in *Continental* (2008) vgl. *Zetzsche*, *Schaeffler vs. Continental*, *Hidden Ownership and European Law*, Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht (10/2008), <http://ssrn.com/abstract=1170987>; zur Veröffentlichung in EBOR 2009 angenommen.

sonen¹³ schlagen national wie international hohe Wellen. Wir hoffen daher auf das Interesse des Jubilars, auch weil er sich schon vor 30 Jahren in seiner Habilitationsschrift dem Anlegerschutz durch Publizität gewidmet hat¹⁴ und in dem nach ihm benannten Kapitalmarktrechts-Kommentar die einschlägigen Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes erläutert.

I. Strategien

Zwei Strategien zum verdeckten Positionsaufbau sind auszumachen: eine kapitalbasierte, im Folgenden *Equitymodell* genannte sowie das auf Dienstleistungen von Investmentbanken gestützte *Servicemodell*.

1. Equitymodell

Das Equitymodell wird tendenziös als *Wolf Pack Strategy* bezeichnet und mit Finanzinvestoren assoziiert: Mehrere voneinander unabhängige Investoren verabreden, auf eigene Rechnung und Kosten Aktien in einem Umfang zu erwerben, der – einzeln betrachtet – unterhalb der gesetzlichen Meldeschwelle liegt, kumulativ jedoch erheblich darüber. Die aus den Aktien entstehenden Rechte und tatsächlichen Einflussmöglichkeiten werden anschließend zur Förderung einer gemeinsamen Strategie eingesetzt, etwa um den Wechsel des Managements oder Verkäufe von Sparten zu bewirken.

Hierzulande wurde das Equitymodell im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot der Deutschen Börse AG für die London Stock Exchange beobachtet; als Hedgefonds rund um den Fonds TCI mit insgesamt ca. 8,5 % der Aktien das Übernahmeangebot torpedierten und die Abdankung des Vorstandsvorsitzenden *Werner Seifert* erzwangen.¹⁵ International dürfte die Gruppe um den Aktionärsaktivisten/Corporate Raider *Carl Icahn* zu den Prominentesten zählen, die im Jahr 2008 die Befürwortung des Microsoft-Übernahmegebots durch die Yahoo-Geschäftsführung erreichen wollte.

2. Servicemodell

Kennzeichnend für das *Servicemodell* ist der Einsatz von Derivaten¹⁶ mit Investmentbanken als Gegenpartei. Mittels Derivaten gem. § 2 Abs. 2 Nr. 1 und 3 WpHG, deren Anlagewert und Ausschüttungsquote von dem Aktienkurs der Zielgesellschaft abhängen, werden die mit der Aktie verbundenen wirtschaftlichen Chancen und Ri-

¹³ AWD-Chef *Maschmeyer* hat 2008 durch Optionen und Auskauf eines Großinvestors ein 27%-Aktienpaket am Konkurrenten MLP erworben.

¹⁴ *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 1979, S. 77 ff., 171 ff.

¹⁵ S. die Apologie von *Seifert/Voth*, Invasion der Heuschrecken, 2006.

¹⁶ Vgl. § 2 Abs. 2 WpHG; dazu *Ekkenga*, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, 4. Aufl., 2008, § 6 Rn. 184 ff. Das betriebswirtschaftliche Schrifttum umschreibt Derivate als Finanzinstrumente, deren Wert aus anderen grundlegenden Variablen abgeleitet wird, vgl. *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 6. Aufl., 2006, S. 24.

siken von dem Aktieninhaber (Investmentbank) auf den Investor verlagert. Verbreitet sind Call Optionen, außerbörslich (Forwards) oder börslich (Futures) gehandelte Terminkontrakte,¹⁷ Tauschgeschäfte (Swaps) oder auf Aktien des Targets bezogene Differenzkontrakte, welche die zugrunde liegende Aktie im Verhältnis 1:1 abbilden. *Beispiel: I und D-Bank vereinbaren einen Cash-settled Total Return Swap: I zahlt an D eine Gebühr, Zinsen auf das von D benötigte Kapital und gleicht der D Kursminderungen in X-Aktien aus, während D an I Kurssteigerungen in X-Aktien und Dividenden auskehrt. Weil eine Investmentbank idR das Risiko aus den zugrundeliegenden Aktien meidet, erwirbt D X-Aktien zu Sicherungszwecken (Hedging). D ist formal Aktionär, I trägt das wirtschaftliche Risiko.* Denkbar ist zudem eine mehrstufige Beziehung zur Aktie, wenn der Investor Derivate auf ein aktienbezogenes *Derivat* erwirbt (§ 2 Abs. 2 Nr. 1 a) WpHG) bzw. die Gegenpartei zur Sicherung des Positionsrisikos Derivate mit anderen Investmentbanken oder Finanzinvestoren als Gegenpartei einsetzt.

Das Servicemodell ist bei industriellen Investoren beliebt, weil es die Verfolgung strategischer Ziele ohne Berücksichtigung von Drittinteressen ermöglicht. So hatte das US-Unternehmen *Perry* im Jahr 2001 zunächst einen Aktienbestand iHv 10,18 % des Grundkapitals der neuseeländischen *Rubicon* mitgeteilt. *Perry* erwarb weitere *Rubicon*-Aktien und transferierte Aktien in einem Umfang von ca. 11 % an zwei Investmentbanken (UBS und Deutsche Bank). Im Gegenzug erhielt *Perry* auf *Rubicon*-Aktien bezogene Swaps in gleicher Höhe. *Perry* meldete, die Anzahl eigener Aktien habe mit 4,895 % die 5 %-Melde Schwelle unterschritten. Als ein weiterer Investor bei *Rubicon* auf den Plan trat, erwarb *Perry* die Aktien von den Investmentbanken zurück und überraschte den Konkurrenten mit einer Gesamtposition iHv 15,98 %.¹⁸ Im Jahr 2005 sicherte sich das Schweizer Unternehmen *Glencore* während eines Übernahmeangebots 12,61 % der Aktien an der *Austral Coal*, davon ca. 6,5 % indirekt über Total Return Swaps. Die Gegenparteien deckten ihr Positionsrisiko mit Wissen und Wollen von *Glencore* durch Erwerb von *Austral*-Aktien. Das Überschreiten der 5 %-Melde Schwelle wurde erst einige Wochen später mitgeteilt. *Glencore* erwarb später die von den Investmentbanken gehaltenen Aktien und blockierte mit mehr als 10 % der *Austral*-Aktien den von dem Bieter (*Centennial*) angestrebten Squeeze-out.¹⁹

¹⁷ Bei börslich gehandelten Terminkontrakten tritt ein kursbasiertes Finanzsettlement an die Stelle der Realerfüllung.

¹⁸ Vgl. Court of Appeal, New Zealand, *Perry Corporation vs Ithaca (Custodians) Ltd*, [2005] Part 4 Case 11 [NZCA], No. 21, 25. Diese Entscheidung hebt die der Vorinstanz [2003] 2 NZLR 216 (*Potter J*) auf, wonach *Perry* und die Investmentbanken implizit eine Kaufoption vereinbart und deshalb gegen die Meldepflichten verstoßen hätten. Geklagt hatte ein anderer industrieller Investor (*Guinness Peat Group*), der größter Aktionär der *Rubicon* werden wollte. S. dazu *Ferrarini*, in *Balzarini/Carcano/Ventoruzzo, La società per azioni oggi* – Bd. II, 2006, S. 629, 650 ff.

¹⁹ Das australische Takeovers Panel sah dieses Vorgehen als Missstand an und verfügte zur Korrektur eine Kompensationszahlung iHv Aus-\$ 1,3 Mio. an Aktionäre, die ihre Aktien in Unkenntnis der *Glencore*-Position über die Börse veräußert hatten, vgl. *In the matter of Austral Coal 02* (3) [2005] ATP 16 (25. Juli 2005) und *In the matter of Austral Coal 02(RR)* (15. 11. 2005). Der Federal Court of Australia hob diese Entscheidung auf, vgl. *Glencore International AG (ACN 114 271 055) v Takeovers Panel*, [2006] FCA 274, 22. März 2006 (Emmet J). Im September 2007 verkauften *Centennial* und *Glencore* ihre Anteile an die *Glencore*-Beteiligung *Xstrata*.

In Deutschland hat im Frühjahr 2008 die *Schaeffler-Gruppe* das Servicemodell zum Positionsaufbau in Aktien der *Continental AG* eingesetzt. Schaeffler erwarb Aktien (2,99 %) und Optionen (4,99 %) in einem Umfang gerade noch unterhalb der Meldeschwellen. Zusätzlich schloss Schaeffler *Cash-settled Total Return Equity Swaps* mit Merrill Lynch als einziger Gegenpartei über 28 % der Continental-Aktien. Merrill Lynch sicherte sich gegen das Swap-Risiko teils durch Aktienerwerb, teils durch Gegengeschäfte mit acht weiteren Investmentbanken. Dabei wurde sorgsam darauf geachtet, dass keine Investmentbank eigene Aktien im meldepflichtigen Umfang hielt.

3. Typenkombination

Kombinationen des Equity- und Servicemodells sind möglich: *Sears Holdings* wollte im Frühsommer 2006 ihr Tochterunternehmen *Sears Canada* von der Börse nehmen. Das kanadische Recht verlangt für Going-Private-Offerten eines herrschenden Unternehmens die Zustimmung der Aktionärsminorität.²⁰ Die Offerte der *Sears Holdings* blockierten drei Hedgefonds. *Sears* suchte (im Ergebnis erfolglos) die Blockade juristisch durch Hinweis auf Verstöße gegen die 5 %-Meldepflicht aufzulösen: Einerseits träten die Hedgefonds mit zusammen ca. 7,6 % des Grundkapitals koordiniert auf (Equitymodell), andererseits habe der Hedgefonds *Pershing Square* verschleiert, dass er 6,4 % in *Cash-settled Equity Swaps* halte und die von Investmentbanken zu Sicherungszwecken erworbenen Aktien kontrolliere (Servicemodell).²¹ In dem im Jahr 2008 im US-Bundesstaat New York verhandelten Verfahren *CSX. / TCI*²² errichtete der Hedgefonds TCI mittels des Servicemodells Swap-Positionen iHv ca. 14 %. Ein weiterer Hedgefonds (3G) trat mit Aktien iHv 4 % hinzu. Beide Investoren forderten eine profitablere Ausrichtung der Investitionspolitik von CSX und setzten mit den Stimmen der von den Investmentbanken zu Sicherungszwecken gehaltenen Aktien eigene Kandidaten bei der CSX-Direktorenwahl durch.²³

II. Deutsches Recht

Das deutsche Recht begegnet Umgehungsversuchen durch eine erweiterte Zu-

²⁰ No. 3.1 des Multilateral Instrument 61–101 Protection of Minority Security Holders in Special Transactions, (2008) 31 OSCB 1321.

²¹ Die Ontario Securities Commission sah im vorliegenden Fall keine Rechtsverletzung, stellte jedoch einen Gesetzesverstoß der *Sears-Gruppe* fest, die drei Aktionären Sondervorteile für den Fall versprochen hatte, dass die *Sears-Offerte* angenommen würde. Vgl. OSC, *In the matter of Sears Canada Inc.*, 8. August 2006. *Sears Canada*-Aktien sind noch heute an der TSX notiert.

²² US District Court, Southern District of New York, *CSX Corporation vs. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, et al.*, 11. Juni 2008, 08 Civ. 2764 (LAK), bestätigt durch No. 08-2899-cv (2 nd. Civ., Sept 15, 2008).

²³ Zwei TCI-Kandidaten sind seit dem 28. Juli 2008 Board-Mitglieder, über die Wahl der übrigen Kandidaten sind Gerichtsverfahren anhängig, CSX, Press Releases, CSX Announces Final Voting Results for 2008 Annual Meeting of Shareholders, 31. Juli 2008.

1. Acting in Concert

An die zwischen den Beteiligten getroffenen *Abspraken* knüpft die wechselseitige Zurechnung kraft abgestimmten Verhaltens (§§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG) an. Dem bei dieser Vorgabe erheblichen Präziserungsbedarf²⁴ entsprach der Gesetzgeber zunächst nur durch die Klarstellung, neben rechtlich bindenden (z. B. Pool-) Vereinbarungen begründeten auch andere über den Einzelfall hinausgehende Kooperationen *in sonstiger Weise* die Zurechnung. Dies erfasst sog. *gentlemen's agreements* oder verstetigtes konsensuales Zusammenwirken.²⁵ Spezieller Abreden bedarf es nicht.²⁶

a) Keine Zurechnung kraft Parallelerwerbs

Nach dem tendenziell restriktiven WMF-Urteil des BGH²⁷ wurde der die Zurechnung begründende Kooperationsgegenstand umfangreich²⁸ und durchaus auch einmal polemisch²⁹ diskutiert. In Anbetracht mancher Desiderata fiel die durch das Risikobegrenzungs-gesetz³⁰ eingeführte Neudefinition in den § 22 Abs. 2 S. 2 WpHG, § 30 Abs. 2 S. 2 WpÜG zurückhaltend aus. Entgegen dem anderslautenden Regierungsentwurf³¹ wurde auf eine Formulierung verzichtet, die Vereinbarungen über den gemeinsamen Erwerb von Aktien oder konsensuale Parallelerwerbe einbezogen hätte. Der vom Finanzausschuss des Deutschen Bundestages initiierte Verzicht³² entscheidet die Streitfrage gegen eine Zurechnung (und gegen einen Gleichlauf mit britischem und Schweizer Recht³³).

Art. 5 Abs. 1 ÜbernahmeRL³⁴ erzwingt entgegen mancher Literaturstimmen³⁵

²⁴ Schwark, in: Schwark, KMRK, 3. Aufl., 2004, § 22 WpHG Rn. 18.

²⁵ Schwark (Fn. 24), § 22 WpHG Rn. 20.

²⁶ Casper, ZIP 2003, 1469, 1475; Uwe H. Schneider, ZGR 2007, 440, 449. Für rechtlich bindende Abrede de lege ferenda Seibt/Heiser, AG 2006, 301, 303; dies., ZGR 2005, 200, 216; dagegen Hopt/Mülbert/Kumpfan, AG 2005, 109, 111.

²⁷ BGHZ 169, 98; dazu Borges, ZIP 2007, 357; Schneider, ZGR 2007, 440; Diekmann, DStR 2007, 445; Engert, JZ 2007, 314; Hamann, ZIP 2007, 1088; Noack, LMK 2006, 204721; Wäckerbarth, ZIP 2007, 2340.

²⁸ Z. B. Drinkuth, ZIP 2008, 676; Diekmann/Merkner, NZG 2007, 921; Hamann, ZIP 2007, 1088; Eidenmüller, DStR 2007, 2116; Möllers/Holzner, NZG 2008, 166; Schmidtbleicher, AG 2008, 73; U. H. Schneider, WM 2006, 1321; ders, ZGR 2007, 440; Spindler, WM 2007, 2357; Timmann/Birkholz, BB 2007, 2749; Wilsing/Goslar, DB 2007, 2467.

²⁹ Vgl. U. H. Schneider, NZG 2007, 888, 890 („geht völlig an der Praxis der Wolfsrudeltaktik vorbei“).

³⁰ Oben Fn. 9.

³¹ Nach dem RegE zum Risikobegrenzungs-gesetz (2007), BT-Drs. 16/7438, zu Artikel 1 Nr. 2a) sollte das abgestimmte Verhalten „in Bezug auf die Aktien“ einbezogen werden.

³² Vgl. Finanzausschuss, Beschlussempfehlung vom 25. 6. 2008, BT-Drs. 16/9778, S. 3, 9.

³³ Die Acting in concert-Definition des britischen Takeover Code („City Code“) erfasst „persons who ... co-operate to obtain or consolidate control of a company ...“. Gem. Art. 24 Abs. 3 des Schweizer Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG), Art. 11 Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV-UEK), Art. 15 Abs. 1 Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV-EBK) handelt in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten abstimmt.

³⁴ Richtlinie 2004/25/EG vom 21. April 2004, ABL L 142, 12.

³⁵ Vgl. Engert, ZIP 2006, 2105, 2111; Mülbert, NZG 2004, 633, 641 unter Verweis auf den Ursprung der Vorschrift im britischen City Code. Wie hier Seibt/Heiser, ZGR 2005, 200, 216 f.

kein anderes Ergebnis. Zwar ist ein Gleichlauf von WpHG- und WpÜG-Vorschrift intendiert,³⁶ die Präzisierung des Kontrollbegriffs und die Berechnung der Kontrollschwelle liegt aber in der Domäne der Mitgliedstaaten.³⁷ Der Kontrollbegriff hat nur die „gemeinsam handelnden Personen“ einzubeziehen. Deren Definition³⁸ begründet keine Zurechnung.³⁹ Im Gegenteil: Eine Kollision mit der europarechtlichen Kapitalverkehrsfreiheit wäre zu befürchten.⁴⁰

b) Koordination außerhalb der Hauptversammlung

Nach den seit August 2008 geltenden § 22 Abs. 2 S. 2 WpHG, § 30 Abs. 2 S. 2 WpÜG liegt ein abgestimmtes Verhalten vor, wenn „der Meldepflichtige ... und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten in sonstiger Weise zusammenwirken.“ Damit sind jetzt Einflussnahmen außerhalb der Hauptversammlung erfasst.⁴¹ Die bis dahin h. M., wonach es *nur* auf die Stimmrechtsausübung ankam,⁴² ist überholt.

Zwischen der Stimmrechts- und sonstigen Koordination differenzieren die genannten Normen einerseits im Hinblick auf den Zweck der Einwirkung: Jede Stimmrechtskoordination begründet die Zurechnung, ein sonstiges Zusammenwirken nur dann, wenn dieses proaktiv auf *Veränderung* gerichtet ist.⁴³ Die Perpetuierung der überkommenen Strategie zeitigt grundsätzlich keine Folgen. Danach hätte im Fall *Deutsche Börse* das Drängen nach einem Festhalten an der Stand-Alone-Strategie (gemeinsamer Widerstand gegen die Fusion mit der LSE) wohl keine Zurechnung begründet. Anders fiele die Beurteilung aus bei der Forderung nach Ausschüttung aller Barreserven oder nach einer Kooperation von Deutscher Börse und Euronext. Der Widerstand gegen einzelne Personen aus dem Aufsichtsrat führt nicht zur Zurechnung, solange die unternehmerische Ausrichtung unberührt bleibt.⁴⁴ Problematisch wird es, wenn insbesondere mit der Person des Vorsitzenden eine bestimmte Ausrichtung verbunden ist.

Andererseits präzisieren § 22 Abs. 2 S. 2 WpHG, § 30 Abs. 2 S. 2 WpÜG den Zeitpunkt des erforderlichen Konsenses: Für die koordinierte Stimmrechtsausübung ist eine „Verständigung“, also eine *vorherige* Absprache erforderlich. Die kommunikati-

³⁶ Allg BegrRegE Risikobegrenzungs-gesetz (Fn. 31), sub II.1.: „Der notwendige Gleichlauf beider Vorschriften bleibt gewahrt.“ Dagegen mit guten Gründen *Drinkuth*, ZIP 2008, 676; Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2008, 60.

³⁷ Vgl. Art. 2 Abs. 1 a), Art. 5 Abs. 3 ÜbernahmeRL.

³⁸ Vgl. Art. 2 Abs. 1 d) ÜbernahmeRL, § 2 Abs. 5 WpÜG.

³⁹ Schwark/Zimmer/Noack/Holzborn, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2009 (noch nicht erschienen), § 2 Rn. 32.

⁴⁰ *Schmidtbleicher*, AG 2008, 73 ff.

⁴¹ Begründung zum Beschlussentwurf des Finanzausschusses, BT-Drs. 16/9778, S. 3. Ausführlicher die BegRegE zu Artikel 1 Nr. 2 a) des Risikobegrenzungs-gesetzes (Fn. 31). Dieser Teil des Entwurfs wurde beibehalten.

⁴² BGHZ 169, 98 ff.; *von Bülow/Bücker*, ZGR 2004, 669, 698 f.; *Saenger/Kessler*, ZIP 2006, 837, 839; *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568, 573 ff.

⁴³ Die Differenzierung geht auf einen Vorschlag des Bundesrates zurück, BR-Drs. 763/07, S. 3.

⁴⁴ Begründung zu Artikel 1 Nr. 2 a) des Risikobegrenzungs-gesetzes (Fn. 31): „Je größer die Zahl der ausgewechselten Aufsichtsratsmitglieder, umso mehr spricht für die Annahme eines acting in concert.“

onslose Willensübereinstimmung bei der Stimmrechtsausübung ist unschädlich. Bei der zweiten Alternative (betr. Änderung der unternehmerischen Ausrichtung) substituieren ein in seiner Reichweite zweifelhaftes⁴⁵ zeitliches („dauerhaft“) und materielles („erhebliche Änderung“) Element die Koordination ex ante. Danach könnte darunter unter Umständen auch das verschiedentlich zu beobachtende Einwirken auf die Verwaltung mit Maßnahmen der Öffentlichkeitsarbeit fallen, in denen die Kommunikation *ad incertas personas* andere Investoren auf den Plan rufen und die Unternehmensleitung zum Einlenken bewegen soll. Der erforderliche Konsens („Verhalten ... abgestimmt“) tritt ex post ein, wenn weitere Aktionäre die auf öffentlichen Druck basierende Strategie eines Investors durch eigene öffentlichkeitswirksame Beiträge in einer Weise zu ihrer eigenen machen, die qualitativ als ein über Dritte (Öffentlichkeit) vermitteltes Zusammenwirken erscheint. Verstetigt sich der so hervorgerufene Druck in Ansehung von Aktivität, Ziel und Beteiligten, kann dies als ein Acting in Concert anzusehen sein.

Ein Fondsmanager, der nach dem Vorpreschen eines aktivistischen Investors⁴⁶ Aktien erwirbt, sich auf Anfrage eines Journalisten oder im Zwiegespräch mit dem Vorstand für die Ziele des Aktivisten ausspricht und sein Stimmrecht nach eigenem Ermessen ausübt, muss keine Zurechnung fürchten. Anderes kann für denjenigen in Betracht kommen, der seine Medienabteilung instruiert, für die aktivistische Strategie Stimmung zu machen, sodass es sich aus Sicht der Gesellschaft um ein Zusammenwirken „in sonstiger Weise“ handelt.

2. Halten für Rechnung

Die wortgleichen § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG bzw. § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG stellen Stimmrechte aus Aktien eines Dritten denen des Investors gleich, wenn die Aktien für Rechnung des Bieters gehalten werden. Diese erweiterte Zurechnung knüpft an die Verteilung der Chancen und Risiken zwischen Investor und Dritten: Der Meldepflichtige muss sich solche Aktien zurechnen lassen, deren Kursrisiko und -chance er trägt.⁴⁷ Jedoch genügt der ökonomische Risikotransfer allein nicht. §§ 21, 22 WpHG sollen wesentliche *gegenwärtige Stimmrechtseinflüsse* transparent machen.⁴⁸ Nach dem zugrundeliegenden Art. 10 der zweiten TransparenzRL sind „Stimmrechte“ – nicht Chancen und Risiken – zuzurechnen.

Dies rechtfertigt eine teleologische Reduktion des Merkmals „für Rechnung“, wonach zu dem wirtschaftlichen Aspekt des *Exposure* der rechtliche Aspekt des Einflusses auf die Stimmrechtsausübung des Dritten hinzutreten muss.⁴⁹ Dieser Einfluss fehlt im Normalfall eines auf Zahlung eines Barausgleichs gerichteten Derivatge-

⁴⁵ Zutr. Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2008, 60, 61.

⁴⁶ Über „Gute Aktionäre – Schlechte Aktionäre – Aktive Finanzinvestoren“ Seibert, FS Westermann, 2008, S. 1505 ff.

⁴⁷ Hirte/Möllers/von Bülow, KölnKommWpHG, 2007, § 22 Rn. 65.

⁴⁸ S. a. Assmann/U. H. Schneider/U. H. Schneider, WpHG, 4. Aufl., 2006, § 21 Rn. 16, § 22 Rn. 2 f.; von Bülow (Fn. 47), § 22 Rn. 3.

⁴⁹ Zöllner/Noack/Koppensteiner, KölnKommAktG, 3. Aufl., 2003, Anh. § 22 §§ 21 ff. WpHG Rn. 18; U. H. Schneider (Fn. 48), § 22 Rn. 47; Schäfer/Hamann/Opitz, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl., 1. Lfg., 01/2006, § 22 Rn. 30; von Bülow (Fn. 47), § 22 Rn. 3.

schäfts, z. B. einem Differenzkontrakt/Cash-settled Total Return Swap.⁵⁰ Dies gilt auch dann, wenn die Gegenpartei dem Investor die Option einräumt, statt des Barausgleichs die zu Sicherungszwecken gehaltenen Aktien zu liefern. Der Lieferanspruch begründet keinen Stimmrechtseinfluss.⁵¹ Allerdings kann ein Halten für Rechnung auch bei Derivatgeschäften gegeben sein, wenn weitere Elemente hinzutreten, die einen Stimmrechtseinfluss begründen. In diesem Zusammenhang sind drei Fragen umstritten.

a) Aufteilung nach Stimmrechtseinfluss

Die erste lautet: Genügt für die Zurechnung die Teilübertragung des Risikos?⁵² Zu einer solchen (nur) Teilübertragung kommt es z. B., wenn Anlagewert und Ausschüttung eines Swaps den zugrundeliegenden Aktienkurs nur teilweise widerspiegeln. Dagegen könnte man die damit einhergehende wundersame Stimmrechtsvervielfachung durch Mehrfachzurechnung einwenden. Der Einwand greift jedoch nicht, weil bei den Meldepflichten gem. §§ 21 ff. WpHG der Stimmenbestand des Dritten nicht durch Zurechnung an den Meldepflichtigen absorbiert wird.⁵³ Mehrfachzurechnung ist grundsätzlich gewollt.

Richtigerweise ist nach dem tatsächlichen Einfluss aufzuteilen. Dieser kann, muss sich aber nicht nach dem Investment richten.⁵⁴ Ist eine quotale Aufteilung nicht möglich, ist für die Auswahl unter mehreren anteiligen Risikoträgern allein das zweite Kriterium des Stimmrechtseinflusses maßgeblich.⁵⁵ Hält z. B. der Dritte zugleich auf eigene und auf Rechnung weiterer Personen oder halten mehrere Personen gemeinsam eine Swap-Long-Position, deren Gegenpartei nach den Wünschen der Investoren stimmt, sind alle Stimmen demjenigen zuzurechnen, der Einfluss auf die Stimmrechte hat (z. B. Poolführer). Parität unter den Risikoträgern oder mit dem Dritten kann die wechselseitige(!) Zurechnung kraft abgestimmten Verhaltens begründen.

b) Tatsächlicher Einfluss

Zweitens ist unklar, ob der Stimmrechtseinfluss des Meldepflichtigen auf einer Abrede rechtsgeschäftlichen oder zumindest rechtsgeschäftsähnlichen Charakters beruhen muss.⁵⁶ Gegen die Notwendigkeit einer förmlichen, rechtlich bindenden Vereinbarung spricht zunächst das *argumentum e contrario* aus § 25 Abs. 1 Satz 1

⁵⁰ von Bülow (Fn. 47), § 22 Rn. 87; Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501, 1506.

⁵¹ Baums/Thoma/Dieckmann, WpÜG, 1. Lfg. 5/04, § 30 Rn. 49. Die Reallieferungsoption kann jedoch eine Meldepflicht gem. § 25 Abs. 1 WpHG begründen. Dazu im Folgenden.

⁵² Dafür offenbar Burgard, BB 1995, 2069, 2072; U.H.Schneider (Fn. 48), § 22 Rn. 48; von Bülow (Fn. 47), § 22 Rn. 65.

⁵³ Vgl. Schwark (Fn. 24), § 22 Rn. 32.

⁵⁴ Opitz (Fn. 49), § 22 Rn. 32.

⁵⁵ Unklar, aber i. E. wie hier U.H.Schneider (Fn. 48), § 22 Rn. 48 und 55, wonach es zu einer Zurechnung nur bei wesentlicher Risikotragung kommen soll, weil nur dann Stimmrechtseinfluss gegeben sei.

⁵⁶ Ob die BaFin eine bindende Vereinbarung für erforderlich hält, ist unklar. Anlässlich der Einstellung der Untersuchung gegen die Schaeffler-Gruppe wurde verlautbart, man habe „keine Abreden“ feststellen können, nach denen Merrill Lynch Aktien für Rechnung gehalten habe. Vgl. BaFin, Keine Verletzung von Meldepflichten bei Übernahmeverfahren der Continental AG festgestellt, Pressemitteilung vom 21. 8. 2008.

WpHG, wonach nur rechtlich bindende Erwerbsrechte die Zurechnung bewirken. Richtigerweise ist aber auch keinerlei andere Abrede oder stillschweigende Übereinstimmung (*gentlemen's agreement*) erforderlich. Der tatsächliche („faktische“) Stimmrechtseinfluss des Meldepflichtigen genügt. Dies folgt einerseits aus dem Normzweck, *gegenwärtigen Einfluss* auf die Stimmrechte einzufangen (s. o.), andererseits aus dem Charakter der Vorschrift, die Umgehungen entgegenwirken soll.⁵⁷ Tieferer Zurechnungsgrund ist die potentielle Fremdbestimmung⁵⁸ des Dritten durch den Meldepflichtigen z. B. infolge der Drohung, dem Dritten wesentliches Geschäft zu entziehen oder zum Reputationsverlust unter industriellen oder Finanzinvestoren beizutragen (Stichwort: „Kundenservice“).

c) Art des Einflusses: Ausschalten von Stimmrechten?

Muss der Meldepflichtige bestimmen können, wie der Dritte inhaltlich abzustimmen hat, oder genügt es, dass der Dritte infolge des Arrangements mit dem Meldepflichtigen seine Stimmrechte nicht eigenständig ausüben kann? Hier sind drei Szenarien zu unterscheiden. Gewiss zurechnungsbegründend wirkt die Vereinbarung, Weisungen des Meldepflichtigen Folge zu leisten. So deutlich liegt der Fall selten. Nach h. M. zurechnungsbegründend sind rechtsgeschäftliche Pflichten zur Rücksichtnahme auf oder Interessewahrung zugunsten des Meldepflichtigen.⁵⁹

Wie aber steht es mit dem tatsächlichen „Ausschalten“ der Stimmen? Für Stimmrechte von Aktien, die im Handelsbestand eines Wertpapierdienstleisters gehalten werden, muss sichergestellt sein, dass „die Stimmrechte aus den betreffenden Aktien nicht ausgeübt und nicht anderweitig genutzt werden, um auf die Geschäftsführung Einfluss zu nehmen.“ (§ 23 Abs. 1 Nr. 3 WpHG; ähnlich § 20 Abs. 2 Nr. 2 WpÜG). Erwirbt ein Investor Swaps im Umfang von 4 % von einer Investmentbank, die ihr Gegenparteerisiko durch Kauf der bezogenen Aktien deckt, und weiß die Investmentbank, dass der Investor weder Publizität wünscht noch die Stimmrechte ausüben möchte, wird sie die Aktien im Handelsbestand halten. Dann können gem. § 23 Abs. 5 WpHG, § 20 Abs. 3 WpÜG die Stimmrechte aus diesen Aktien grundsätzlich nicht ausgeübt werden.⁶⁰ Weiteres (konstruiertes) Beispiel ist die Übereinkunft mit Aktionären, die gem. § 28 WpHG, § 59 WpÜG oder § 67 Abs. 2 Satz 2, 3 AktG ihr Stimmrecht verloren haben, wonach diese ihre Aktien zu behalten und von einer Pflichterfüllung abzusehen haben. Die gleiche Wirkung erzielt der planmäßige Erwerb von Aktien durch die Investmentbank zur Deckung des Positionsrisikos in einem Umfang, der einen Stimmrechtsverlust nach den vorgenannten Bestimmungen begründet. In allen diesen Fällen reduziert das vom Investor initiierte Geschäft die für eine Mehrheit in der Hauptversammlung gem. § 133 Abs. 1 AktG erforderliche Stimmenanzahl.

Begründet diese Reduktion Stimmrechtseinfluss? Dagegen könnte man einwenden, die Parallelvorschriften gem. § 22 Abs. 1 Nr. 3, 6 WpHG, § 30 Abs. 1 Nr. 3, 6

⁵⁷ Vgl. Burgard, BB 1995, 2069, 2072; Opitz (Fn. 49), § 22 Rn. 30.

⁵⁸ Opitz (Fn. 49), § 22 Rn. 30.

⁵⁹ Opitz (Fn. 49), § 22 Rn. 30.

⁶⁰ Eine Umqualifizierung der Aktien ist möglich, die Rechtsfolgen sind unklar. Vgl. Hirte (Fn. 47), § 23 Rn. 32 ff.; Opitz (Fn. 49), § 23 Rn. 8.

WpÜG nähmen die *inhaltliche* Unabhängigkeit der Stimmrechtsausübung in den Blick. Zudem profitiere auch ein potentieller Bieterkonkurrent von der Stimmenreduktion. Dem Konkurrenten fehlt jedoch das zur Ausnutzung der Stimmenreduktion erforderliche Wissen. Selbst wenn er die Arrangements kennt, kann z. B. der Swap-Investor durch sein Kündigungsrecht steuern, wann die Aktien wieder verfügbar sind.⁶¹ Ein Konkurrent muss deshalb seine Strategie jedenfalls auf einen (teureren⁶²) Vollerwerb ausrichten.

Erhöht sich mit jeder gesperrten Stimme die proportionale Stimmkraft der übrigen Aktien, ist einem Investor z. B. mit 25 % der Stimmen die Hauptversammlungsmehrheit sicher, wenn er 50 % durch Swaps binden kann. Ein Pflichtangebot ist dann nicht abzugeben. Dieses *exemplum ad absurdum* legt nahe, die gesperrten Aktien dem Investor zuzurechnen, der die Sperrung in beschriebener Weise veranlasst.

Dies gilt insbesondere in dem praktisch relevanten Fall des Handelsbestands: Die Stimmrechtssperrung ist eine anderweitige Nutzung, um auf die Geschäftsführung Einfluss zu nehmen, vgl. § 23 Abs. 1 Nr. 3 WpHG. Nach der Ratio des § 23 WpHG ist die Anhebung der Meldeschwelle von 3 % auf 5 % gerechtfertigt, weil große Finanzdienstleister einerseits ihre Aktien nicht zu unternehmerischen Zwecken halten,⁶³ andererseits die Investition ihrer Kunden *in toto* – jedoch nicht individuell – die 3 %-Meldeschwelle überschreiten kann. Diese Intention rechtfertigt es, Stimmrechtseinfluss iSv §§ 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG grds. anzunehmen, wenn ein einziger Investor die Ausübung von mind. 3 % der Stimmen blockiert. Abweichenden Einzelfällen kann durch Befreiungsantrag nach § 20 Abs. 2 WpÜG entsprochen werden.

3. Erwerbsrechte

Dritter Zurechnungsgrund ist die *Perspektive* einer zukünftigen höheren Anteilsinhaberschaft. Nach § 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG und § 30 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG werden dem Investor Aktien wie eigene zugerechnet, die Gegenstand einer *dinglichen* Übertragungsofferte und durch bloße Annahmeerklärung erwerbbar sind.

Umgehungen werden Tür und Tor geöffnet, wenn der Investor Aktien vorübergehend bei einem Dritten „parken“ könnte. Es überrascht deshalb, dass Nr. 5 Übereignungsansprüche aus *schuldrechtlichen* Verträgen und so gestalteten Kaufoptionen nicht erfasst. Das seit Erlass des WpÜG anzusetzende *argumentum e contrario* aus §§ 31 Abs. 6, 23 Abs. 1 Satz 2, Abs. 2 Satz 2 WpÜG lässt jedoch keinen anderen Schluss zu.⁶⁴

⁶¹ Näher Zetzsche (Fn. 12), S. 24 ff.

⁶² Für die Aktiensperrung z. B. auf Grund eines Swaps muss der Investor nicht den zum Aktienwerb erforderlichen Betrag aufwenden, sondern nur die laufenden Transaktionsgebühren und zusätzlich *Kursenkungen* (!) ausgleichen. Solche sind aber unwahrscheinlich, weil der Abschluss der Swap-Verträge indirekt – über die Deckungsgeschäfte – Nachfrage generiert.

⁶³ Vgl. Hirte (Fn. 47), § 23 Rn. 2.

⁶⁴ Schwark (Fn. 24), § 22 WpHG Rn. 9; aA zunächst noch Schwark, ZBB 1996, 261, 264; (vor TUG) auch U. H. Schneider (Fn. 48), § 22 Rn. 89 ff. insb. 109; Engert, ZIP 2006, 2110 f.

a) Zurechnung nach § 25 WpHG

Mit Umsetzung von Art. 13 der TransparenzRL iRd TUG wurden schuldrechtliche Optionen Gegenstand einer eigenständigen Meldepflicht. § 25 WpHG verpflichtet Inhaber von Finanzinstrumenten, die das „Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung“ Stimmrechtsaktien zu erwerben, zur Mitteilung an Emittent und BaFin. Die Optionsmeldepflicht besteht neben der für eigene und zugerechnete Aktien gem. §§ 21, 22 WpHG. Zunächst war der Optionsbestand separat zu ermitteln und ab Erreichen, Über- oder Unterschreiten von 5 % der Stimmrechte mitzuteilen. Die damit mögliche (hohe) verdeckte Position von bis zu ca. 8 % der Stimmrechte (knapp 3 % in Aktien und 5 % in Optionen) senkte das Risikobegrenzungs-gesetz 2008 durch Aggregation auf 5 % der Stimmrechte. Nach § 25 Abs. 1 WpHG nF sind eigene Aktien den Erwerbspositionen hinzuzurechnen: Hat ein Investor 2 % in eigenen Aktien und 4 % in Erwerbspositionen (z. B. Call Options), besteht jetzt eine Meldepflicht, weil die Gesamtposition mehr als 5 % der Stimmrechte beträgt. Dingliche Optionen sind nur einmal zu zählen, § 25 Abs. 1 Satz 3, 2. Hs. WpHG.

Ein relevantes Erwerbsrecht besteht auch, wenn *der Investor* zwischen Bar- und Realerfüllung wählen kann.⁶⁵ Kann die Investmentbank oder ein Dritter wählen, erfolgt keine Zurechnung.⁶⁶ § 25 Abs. 1 WpHG macht potentiellen künftigen Stimmrechtseinfluss transparent. Ob und wann das Erwerbsrecht ausgeübt werden kann, ist deshalb irrelevant. *Befristungen* hindern die Zurechnung nicht.⁶⁷

Anderes gilt grundsätzlich für *Bedingungen*.⁶⁸ Nach der Regierungsbegründung zum TUG soll ein Erwerbsrecht unter der Bedingung eines bestimmten Aktienkurses keine Zurechnung begründen, weil der Bedingungeintritt nicht im Ermessen des Erwerbers stehe.⁶⁹ Diese Aussage geht zu weit. Einerseits verlangt der Wortlaut des § 25 Abs. 1 WpHG ein einseitiges Bestimmungsrecht des Meldepflichtigen über die Optionsausübung, andererseits könnten Investoren versucht sein, durch Aufnahme von Formal- und Scheinbedingungen die Meldepflicht zu umgehen. So führt die Ankündigung eines Übernahmeangebots in positivem Marktumfeld mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit zu Kurssprüngen.⁷⁰ In gleicher Manier könnte das Erwerbsrecht z. B. unter den Vorbehalt der Finanzierung des nachfolgenden Übernahmeangebots durch das bereits konstituierte Bankenkonsortium gestellt werden, sich die Swap-Parteien jedoch einig sein, dass die Finanzierung zustandekom-

⁶⁵ Vgl. Art. 11 Abs. 1, 2. Unterabsatz der DurchführungsRL 2007/14/EG (ABl. L 69/27 v. 9.3.2007).

⁶⁶ Nach dem 13. Erwägungsgrund RL 2007/14/EG (Fn. 65) sind Finanzinstrumente nicht zuzurechnen, „die dem Emittenten des Instruments oder einem Dritten gestatten, dem Inhaber des Instruments Aktien oder Barmittel bei Fälligkeit zukommen zu lassen.“ Zur Irrelevanz von Pro-Forma-Wahlrechten *Schneider/Brouwer*, AG 2008, 564.

⁶⁷ *Schneider/Brouwer*, AG 2008, 564.

⁶⁸ Vgl. Art. 11 Abs. 1, 2. Unterabsatz RL 2007/14/EG (Fn. 65).

⁶⁹ BegrRegE zu § 25 WpHG, BT-Drs. 16/2498, S. 36; 13. Erwägungsgrund RL 2007/14/EG (Fn. 65): „Folglich sollte bei den Finanzinstrumenten nicht davon ausgegangen werden, dass sie Instrumente umfassen, die ihre Inhaber dazu berechtigen, je nach dem Kurs der zugrunde liegenden Aktie, der zu einem gewissen Zeitpunkt ein gewisses Niveau erreicht, Aktien zu erhalten.“

⁷⁰ Vgl. *Eberl/Engelhardt*, FB 2008, 381.

men wird (z. B. weil die Swap-Gegenpartei Konsortialführer ist). Knüpft man in diesen Fällen das Erwerbsrecht an steigende Kurse oder die Bankfinanzierung, ist nicht das „Ob“ („incertus an“), sondern das „Wann“ („incertus quando“) des Bedingungs- eintritts unsicher. Dann handelt es sich um eine – irrelevante (s. o.) – Befristung.

b) *Gentlemen's Agreements*

Im Hinblick auf § 25 WpHG ist umstritten, wie mit rechtlich unverbindlichen Absprachen zu verfahren ist, wonach es zum Erwerb der Aktien kommen soll. Teils wird befürwortet, solche *gentlemen's agreements* oder *understandings* im Rahmen einer extensiven Interpretation unter den Wortlaut des § 25 Abs. 1 WpHG zu fassen.⁷¹ Dies widerspricht dem Wortlaut der Vorschrift. Auch nach § 17 Abs. 3 Nr. 2a WpAIV ist der Stimmrechtsanteil aus „auf Grund der förmlichen Vereinbarung“ erwerbbarer Aktien anzugeben. Des Weiteren würde eine solche von einem Zurechnungswunsch getragene Auslegung über die angestrebte „Eins-zu-Eins-Umsetzung“⁷² von Art. 11 Abs. 1 TransparenzRL 2004⁷³ hinausgehen. Danach ist nur eine rechtlich bindende eine förmliche Vereinbarung. Ist schon eine nicht bindende Verständigung ungenügend, gilt dies erst recht für eine wirtschaftliche Konstellation, die bei Zugrundelegung des vorhersehbaren Geschehensablaufs zum Verkauf der Aktien an den Investor führt.

Allerdings kann, sofern weitere Elemente hinzutreten, ein Acting in Concert oder Halten für Rechnung gegeben sein. Für beide Fallgruppen genügen unverbindliche Absprachen bzw. tatsächliche Elemente (s. o.). Weil § 25 Abs. 1 WpHG nur förmliche Absprachen erfasst, ist der Gegenschluss, wonach § 25 WpHG andere Zurechnungsvorschriften iSe Vorrangverhältnisses sperrt, verfehlt. Gegen das hier vertretene Verständnis lässt sich nicht einwenden, dass § 25 Abs. 1 WpHG an eine strengere Form (rechtlich bindende Absprache) eine weniger strenge Rechtsfolge (Offenlegung erst ab 5 %, keine Sanktion nach § 28) knüpfe. Denn Zurechnungsgrund ist bei §§ 22 WpHG, 30 WpÜG der *gegenwärtige*, bei § 25 WpHG nur der *potentielle zukünftige* Einfluss.

c) *WpÜG-Zurechnung schuldrechtlicher Optionen?*

Vergebens sucht man einen mit § 25 Abs. 1 WpHG korrespondierenden *übernahmehrechtlichen* Zurechnungstatbestand. Melde- und Angebotspflicht fallen auseinander: Ein Investor, der die 30 %-Schwelle mittels Erwerbsrechten überschreitet, muss erst im Zeitpunkt der Rechtsausübung ein Pflichtangebot unterbreiten. Die Differenzierung zwischen WpHG und WpÜG rechtfertigt sich mit Blick auf die rigide WpÜG-Rechtsfolge eines Zwangsvertrags (Angebotspflicht). Der Markt nimmt keinen Schaden, weil die Offenlegung der Erwerbspositionen gem. § 25 WpHG einen bevorstehenden Kontrollwechsel signalisiert und diese „höhere Transparenz“ die gewünschten „Auswirkungen auf den Börsenpreis“ hervorruft, „sodass der Börsenpreis frühzeitig alle relevanten Informationen widerspiegelt.“⁷⁴ Diese Formulierung umschreibt die Antizipation von Kontrollwechsel und damit einhergehender Prämie

⁷¹ Schneider/Brouwers, AG 2008, 563.

⁷² Vgl. BegrRegE zum TransparenzRL-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 16/2498, S. 26 und 37.

⁷³ Vgl. Art. 11 der Umsetzungsrichtlinie 2007/14/EG (Fn. 65).

⁷⁴ Gegenäußerung Bundesregierung zur Stellungnahme des Bundesrates, BT-Drs. 16/7718, S. 3.

durch die typischerweise im Vorfeld eines Übernahmeangebots eintretende Kurssteigerung.

4. Kettenzurechnung

Zählen als Stimmen des Meldepflichtigen auch solche, die dem Dritten lediglich zuzurechnen sind? Wären nach deutschem Recht z. B. die in dem oben beschriebenen US-Fall TCI zugerechneten, aber von den Investmentbanken gehaltenen Aktien auch dem mit TCI koordiniert handelnden Hedgefonds 3G zuzurechnen oder im Continental-Fall der Schaeffler-Gruppe die von Merrill Lynch von Dritten erwerb-
baren Continental-Aktien? Das Schrifttum steht einer Ausdehnung der Zurechnungsvorschriften teils skeptisch gegenüber,⁷⁵ teils wird darauf abgestellt, ob der *Meldepflichtige* auf die dem Dritten lediglich zuzurechnenden Stimmrechte Einfluss habe (mit der Folge, dass nur der Meldepflichtige melden müsse).⁷⁶

Nach *Schwarke* ist, soweit es die hier behandelte Thematik betrifft, maßgeblich, ob der *Dritte* das Handeln des Aktionärs am Ende der Kette beeinflussen kann:⁷⁷ In den Fällen des *Acting in Concert* folge die Zurechnung des Aktienbestands des Dritten zum Meldepflichtigen aus der Verweisung des Satzes 3 von § 22 Abs. 2 WpHG (und § 30 Abs. 2 WpÜG) auf Abs. 1 der jeweiligen Vorschrift. Für die Zurechnung gem. § 22 Abs. 1 Nr. 1 und 2 (bzw. § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) gelte nichts anderes.⁷⁸ In gleicher Weise erfasst jetzt § 25 Abs. 1 WpHG⁷⁹ Drittbeziehungen: Das „mittelbare“ Halten des zum Erwerb berechtigenden Finanzinstruments begründet die Zurechnung.⁸⁰ Dieser Auffassung ist zuzustimmen. Es macht keinen Unterschied, ob sich der Meldepflichtige selbst oder ob er einen dienstbeflissenen Koordinator engagiert.

Kommt es im Servicemodell (oben I.2.) zur Zurechnung der zu Sicherungszwecken gehaltenen Aktien (z. B. kraft Haltens für Rechnung), sind zugleich Erwerbsspositionen zuzurechnen, die der Investmentbank den zukünftigen Anteilerwerb ermöglichen. Dies ist konsequent, da ein Hedging durch Aktienkauf oder Call Options grds. zum wirtschaftlich gleichen Ergebnis führt. Denn dem Gegenparteirisiko bei Optionsgeschäften steht beim Aktienerwerb der erhöhte Kapitaleinsatz gegenüber. Dies sollte bei effizienten Kapitalmärkten zu gleichen Kosten führen.

III. Rechtsvergleichender Rundblick

Das deutsche Recht fokussiert auf den Stimmrechtseinfluss. Andere Rechtsordnungen knüpfen Rechtsfolgen an die Umgehungsabsicht, nehmen die Funktions-

⁷⁵ Zu § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG von *Bülow* (Fn. 47), § 22 Rn. 67; zu § 30 Abs. 2 WpÜG *Baums/Thoma/Diekmann*, WpÜG, 1. Lfg, 5/04 § 30 Rn. 77.

⁷⁶ *U. H. Schneider* (Fn. 48), § 22 Rn. 6 ff., 10 f, 57.

⁷⁷ *Schwarke* (Fn. 24), § 22 WpHG Rn. 33.

⁷⁸ *aA von Bülow* (Fn. 47), § 22 Rn. 67.

⁷⁹ Die Vorschrift setzt Art. 13 Abs. 1 TransparenzRL verlangt um, wonach „direkt oder indirekt“ gehaltene Finanzinstrumente zuzurechnen sind.

⁸⁰ Die BegrRegE zum TUG, BT-Drs. 16/2498, S. 36 erwähnt durch Tochterunternehmen oder Treuhänder gehaltene Finanzinstrumente, i.e. die Zurechnung gem. § 22 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpHG.

fähigkeit der Märkte in den Blick oder verlangen die Offenlegung wirtschaftlicher Positionen.

1. Umgehung

a) Umgehungstatbestand

In den USA besteht eine Meldepflicht bei Überschreiten der 5 %-Grenze.⁸¹ Optionen sind nur dann meldepflichtig, wenn sie zum Erwerb der Aktien binnen 60 Tagen führen.⁸² Das US-Aktienregister setzt auf *formelle* Wahrheit und Vollständigkeit. Es genügt, wenn ein Intermediär im Register steht, über den mit weiteren Zwischenstufen letztlich der Endinvestor erreichbar ist.⁸³ Die in den USA gepflogene Anteilstransparenz zielt auf die wirtschaftlichen Eigentümer („beneficial owner“) der Aktien. Diese zeichnet aus, über die (Des-)Investition der Aktien und/oder die Stimmrechtsausübung bestimmen zu können.⁸⁴ Bei bewusster Vermeidung der Stellung eines wirtschaftlichen Eigentümers und der daran anknüpfenden Transparenzpflichten wird Beneficial Ownership fingiert.⁸⁵ Die Umgehungsabsicht sahen die Gerichte im Fall CSX ./TCI als erwiesen an.⁸⁶

b) Beweislastumkehr

Statt Einführung eines subjektiven Elements reduzieren andere Rechtsordnungen die Beweisanforderungen, wenn die wirtschaftliche Konstellation eine Umgehung nahelegt. Die portugiesische Finanzmarktaufsicht CMVM hat in den Fällen *Semapa* und *Portugal Telecom* von der Abstimmung im Interesse des Meldepflichtigen auf den Stimmrechtseinfluss geschlossen. Dies entspricht einer Beweislastumkehr. Ähnlich ging die italienische CONSOB bei der Frage vor, ob ein förmlich bindendes Erwerbsrecht gem. Art. 13 TransparenzRL gegeben sei. Merrill Lynch hatte das Gegenpartierisiko aus Swaps, bezogen auf 8 % der Fiat-Aktien, durch Derivate gedeckt, die Merrills Gegenpartei wahlweise durch Reallieferung erfüllen konnte. Merrill, der die Aktien geliefert wurden, veräußerte die Aktien an Ifil und Exor weiter. Die CONSOB sah eine (geheime) Absprache über Erwerbsrechte als erwiesen an.⁸⁷ Auch die erste Instanz in dem *Perry/Rubicon* Fall schloss vom wirtschaftlichen Ergebnis (Aktien bei Perry) auf Absprachen. Der zweiten Instanz genügte dies nicht.⁸⁸

⁸¹ S. 13d of the Securities Exchange Act 1934.

⁸² Rule 13d-3 b under s. 13 of the Securities Exchange Act 1934.

⁸³ Vgl. *Kahan & Rock*, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96:4 Geo. L.J. 1227 ff. (2008).

⁸⁴ Rule 13d-3 under the Securities Exchange Act of 1934. Ähnlich rechnet das deutsche Recht gem. § 21 Abs. 1 Satz 2 WpHG die Aktien den Inhabern von Depository Receipts zu.

⁸⁵ Rule 13d-3 b under the SEA 1934.

⁸⁶ Oben Fn. 22.

⁸⁷ Vgl. *Ferrarini* (Fn. 18), S. 663 ff.; eine CONSOB-Teilentscheidung wurde gerichtlich wegen eines Formfehlers ohne Sachentscheidung wieder aufgehoben.

⁸⁸ Vgl. die Nachweise oben Fn. 18.

2. Missstandsaufsicht

Nach kanadischem und australischem Recht sind Aktienbestände und Optionen mit Realerfüllungsanspruch offenzulegen. Die jeweiligen Aufsichtsbehörden behalten sich vor, in der Nichtveröffentlichung von Barausgleichsderivaten einen Missstand zu sehen.⁸⁹ Dem entspräche im deutschen Recht ein Vorgehen auf der Grundlage von §§ 4 Abs. 1 WpÜG, 4 Abs. 1 WpHG. Seit dem gesetzgeberischen Placet im Jahr 2007⁹⁰ übt das australische Takeovers Panel diese Befugnis extensiv aus.

3. Offenlegung von Long-Positionen

Nach dem britischen City Code on Takeovers and Mergers⁹¹ müssen Personen, die das wirtschaftliche Risiko aus mind. 1 % einer Aktiengattung des Bieters oder der Zielgesellschaft tragen, jede Transaktion mit Bezug zu diesen Aktien offenlegen. Bei Derivaten ist anzugeben, auf wie viele Referenzaktien sie sich beziehen, sowie deren Vertragslaufzeit und Referenzkurs zzgl. der Derivategebühr (in der der wahre Kaufpreis versteckt sein kann).⁹² Diese Transparenzpflicht besteht während der Übernahmephase, also ab Bekanntgabe eines bevorstehenden Übernahmeangebots.⁹³ Der verdeckte Positionsaufbau ist zu diesem Zeitpunkt idR abgeschlossen. Die Offenlegung wirkt dem unter dem Stichwort „Empty Voting“ diskutierten Phänomen entgegen.⁹⁴ Nach der Guidance Note des australischen Takeovers Panel begründet die Nichtveröffentlichung von Long-Positionen iHv 5 % während einer Kontrolltransaktion einen Missstand. Eine Kontrolltransaktion kann bei mehrstufigen Akquisitionen mit Erwerb einer 3 %-Position beginnen.⁹⁵

Außerhalb der Übernahmephase müssen nach Schweizer Recht „die wirtschaftlich Berechtigten“ sämtliche Long- und Short-Positionen mit Lieferanspruch ab einer Höhe von 3 % offenlegen. „Unabhängig davon, ob die Finanzinstrumente eine Realerfüllung vorsehen,“⁹⁶ werden Finanzinstrumente zugerechnet, „die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben.“⁹⁷ Der personelle Anwendungsbereich ist auf Übernahminteressenten

⁸⁹ Das australische Takeovers Panel beruft sich auf Unacceptable Circumstances (s. 657A des Corporations Act 2001). Die Ontario Securities Commission betonte im Fall *Sears Canada* (Fn. 21), Rn. 111, ihre Befugnis nach s. 127 (1) des Ontario Securities Act: „We wish to underscore that there might well be situations, in the context of a take-over bid, where the use of swaps to ‘park securities’ in a deliberate effort to avoid reporting obligations under the Act and for the purpose of affecting an outstanding offer could constitute abusive conduct sufficient to engage the Commission’s public interest jurisdiction.“

⁹⁰ Corporations Amendment (Takeovers) Act 2007, No. 64, 2007. Zuvor hatte ein Gericht diese Praxis für unzulässig erklärt, oben Fn. 19.

⁹¹ The Panel on Takeovers and Mergers, The Takeover Code („City Code“), No. 8.3 a) City Code.

⁹² Note (vii) on Rule 8 des City Code (Fn. 91).

⁹³ Vgl. Definition der Offer Period in s. C des City Code (Fn. 91).

⁹⁴ *Hu & Black*, 13 J. Corp. Fin. 343 (2007); 79 South. Cal. L. Rev. 811 (2006); 61 Bus. Lawy. 1011 (2006).

⁹⁵ Takeovers Panel, Guidance Note 20 – Equity Derivative, 11.4.2008, No. 9, 10.

⁹⁶ Art. 11 und Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK (Fn. 33).

⁹⁷ Art. 20 Abs. 2bis BEHG (Fn. 33).

beschränkt.⁹⁸ Ab Angebotsveröffentlichung müssen der Bieter, wesentliche Aktionäre (5 %-Exposure) und deren Kooperationspartner jede Transaktion melden.⁹⁹

Alle Investoren soll das von der britischen FSA angekündigte, ab Herbst 2009 geltende integrierte Offenlegungssystem für Anteilsinhaberschaften und Derivate-Long-Positionen erfassen. Beabsichtigt ist die aggregierte Offenlegung aller Long-Positionen aus Aktien und Derivaten ab einer Schwelle von 3 %.¹⁰⁰ Diese Integration aus echten und synthetischen Positionen soll dem Einfluss des Inhabers der Long-Position über den vollständigen risikoneutral positionierten Intermediär präsumtiv Rechnung tragen.¹⁰¹

IV. Notwendige Reformen?

Der Aufbau verdeckter Positionen (das „Anschleichen“) steht im Mittelpunkt einer intensiv geführten rechtspolitischen Diskussion.¹⁰² Manche fordern die vollständige Transparenz sämtlicher wirtschaftlicher Positionen,¹⁰³ andere mahnen zur Besonnenheit.¹⁰⁴ Immerhin finden die oben (sub III.) als Recht anderer Länder referierten Positionen auch hiezulande Anhänger.¹⁰⁵

1. Zuteilung der Kurssteigerung vor Übernahmen

Die Offenlegung größerer *Exposures* begünstigt Übernahmespekulanten. Dies führt idR zu Kurssteigerungen und verteuert das Angebot. Wem gebührt der Kursanstieg? Die Robin Hood-Perspektive mag dazu verleiten, zu Lasten von *the big, bad and the ugly* zu argumentieren. Diese einseitige Zuteilung verfehlt indes den Kern des Problems: Was den Aktionären einer Seite nützt, schadet den Aktionären der an-

⁹⁸ Von der Crone/Bilek/Hirschle, SZW 80 (2008), 1, 4; Bertschinger, SZW 80 (2008), 208, 209 f.; Nobel, SZW 80 (2008), 175, 188 f.

⁹⁹ Artt. 37 ff, insb. 39 UEV-UEK (Fn. 33), der auf die sinngemäße Anwendung von Art. 9 ff. BEHV-EBK (Fn. 33) und die dortige Definition des indirekten Erwerbs verweist.

¹⁰⁰ Financial Services Authority (FSA), Policy Update on Disclosure of Contracts for Differences, Juli 2008 und Disclosure of Contracts for Difference: Feedback and policy statement on CP 07/20, Oktober 2008.

¹⁰¹ FSA, Disclosure of Contracts for Differences. Consultation and Draft Handbook Text. November 2007; Gower/Davies, Principles of Modern Company Law, 8th ed, 2008, S. 927 ff.

¹⁰² The Committee of European Securities Regulation (CESR), Call for Evidence on the possible CER level 3 work on the Transparency Directive – Feedback Statement, CESR/08–66 (February 2008). S. 2, wonach CESR die einheitliche Anwendung der Beteiligungstransparenz auf die Wertpapierleihe und Derivate sicherstellen möge.

¹⁰³ S. die Anfrage der Bundestagsfraktion „Bündnis 90/Die Grünen“ vom 6. 8. 2008, BT-Drs. 16/10094; „Brandbrief“ (FAZ v. 29. 8. 2008, S. 15) der Finanzvorstände von 9 DAX-Gesellschaften an den Bundesminister der Finanzen vom 28. 8. 2008.

¹⁰⁴ Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501; Brandt, BKR 2008, 447.

¹⁰⁵ Beweiserleichterung: Oechsler, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 30 Rn. 7 für tatsächliche Vermutung zu Lasten des Meldepflichtigen im Fall von Cash-settled Equity Swaps; Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 564 für Beweiserleichterungen beim Erwerbsrecht iSv § 25 WpHG. Missstandsaufsicht: Die Anwendung der §§ 4 WpHG, 4 WpÜG befürwortet Habersack in seinem Gutachten für die Continental AG (2008). Generell rechnet Schanz, DB 2008, 1899, 1902 ff., wirtschaftliche Positionen aus Equity Swaps zu.

deren. Zudem ist der Übernehmer von heute häufig der Übernommene von morgen. Nur eine faire Bepreisung der Zielgesellschaft bewirkt die gewünschten effizienzsteigernden Übernahmen und verhindert wertvernichtende Transaktionen. Ein zu früh ansetzendes *Early Warning System* reduziert die Anreize für eine sinnvolle Erforschung von Synergiepotentialen. Den Aktionären schadet eine gewisse Verzögerung nicht, weil sich auch der Aufbau von Derivatpositionen durch die Sicherungsgeschäfte der Gegenparteien im Aktienkurs niederschlägt.

2. Information Overkill

Die Zunahme an Informationsquantität geht zu Lasten der Qualität. So halten auch alle Gegenparteien Long-Positionen, die ihr Risiko statt durch Aktienkauf durch Derivate decken. Sind diese publizitätspflichtig, sind zahlreiche Mitteilungen zu erwarten.¹⁰⁶ Optimale statt maximale Kapitalmarktinformation ist vonnöten.¹⁰⁷ Bereits jetzt ist der Aktionär im mehrstufigen System kontenverbuchter Aktien schwer auszumachen.¹⁰⁸ Wird neben der Aktionärsstellung auch die Zurechnung aufgeweicht, droht der Verlust der bereits lädierten¹⁰⁹ Praktikabilität der Anteilstransparenz.

3. Beweis- und Verfahrensregeln

Beim Acting in Concert und Halten für Rechnung besteht auf der Grundlage rechtlich nicht bindender Vereinbarungen, bloßer Verständigungen und in gewissem Umfang sogar rein faktischer Elemente die Option einer weitgehenden Zurechnung. Richtigerweise lautet der Kern des Problems: Wie verlässlich publizieren Beteiligte in einer Situation, in der Publizität nur Nachteile bringt? Diejenigen, die über die Informationen verfügen, fördern durch Diskretion ihre eigenen Interessen durch Vereinnahmung der Kontrollprämie (Investor) respektive Kundenzufriedenheit (Investmentbank). Ein kollusives Zusammenwirken zugunsten einer Verschleierung ist möglich bzw. liegt nahe.

Die Crux der Anteilstransparenz ist deren *Nachweis und Durchsetzung*. Abhilfe versprechen nicht weitere materielle Regeln, die in notwendig unklarer Weise – wie auch immer geartete – wirtschaftliche Interessen an der Zielgesellschaft bzw. an deren Anteilen einzufangen suchen. Vielmehr sind die bestehenden Zurechnungsnormen praxisgerecht durchzusetzen. Ein solches *Enforcement* könnte beim verdeckten Positionsaufbau dadurch erreicht werden, dass der erste Transparenzpflichtige, der unzulässige verdeckte Absprachen offenlegt, (auf Kosten der Übrigen) belohnt wird.

¹⁰⁶ In der Schweiz wird eine Wiederanhebung der 3 %-Melde Schwelle auf 5 % diskutiert. Die britische FSA erwägt Ausnahmen für Intermediäre.

¹⁰⁷ Aus informationstheoretischer Sicht *Druey*, Information als Gegenstand des Rechts, 1994, S. 49 ff., 243 ff. Mit Kapitalmarktperspektive *Kalss*, Anlegerinteressen, 2001, S. 253 ff., 259 f.; *Zetzsche*, Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2006, S. 225 ff.

¹⁰⁸ *Noack* in: Baums/Cahn, Die Zukunft des Clearing und Settlement, 2006, S. 63 ff.; *Zetzsche*, Der Konzern 2007, 181, 182 ff.

¹⁰⁹ Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2008, 60, 61.

Das Vorbild kartellrechtlicher Bonusregelungen¹¹⁰ ist für Kapitalmarktzwecke zu modifizieren. Eine weitere Maßnahme könnte darin bestehen, die Zielgesellschaft (mit Recht auf Akteneinsicht) formell am Aufsichtsverfahren der BaFin zu beteiligen. Schließlich sollten die wesentlichen Untersuchungsergebnisse der BaFin mit Sachverhalt und rechtlicher Würdigung im Internet zugänglich sein. Es bleibt dabei: Publizitätsregeln erzielen nur durch effektive Kontrolle die gewünschte Wirkung.¹¹¹

¹¹⁰ *Panizza*, ZWeR. 2008, 58; *Wissmann/Dreyer/Witting*, Kartell- und regulierungsbehördliche Ermittlungen im Unternehmen und Risikomanagement, 2008, Kapitel 5 und 8.

¹¹¹ *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 1979, S. 211 f.