

# Schaeffler / Continental

- Umgehung von Meldepflichten bei öffentlichen Übernahmen durch  
Einsatz von derivativen  
Finanzinstrumenten –

**Dr. jur. Kay-Michael Schanz**

Der Betrieb 2008



**LIGHTHOUSE**  
CORPORATE FINANCE GMBH

Mendelssohnstraße 75 - 77  
D - 60325 Frankfurt a. M.

Tel.: +49 69 9758 31 0  
Mobil: +49 172 67 63 222  
Fax: +49 69 9758 31 20  
[schanz@licofi.de](mailto:schanz@licofi.de)  
[www.licofi.de](http://www.licofi.de)

Das jüngst beschlossene Risikobegrenzungs-gesetz führt zu einer deutlichen Ausweitung der Zurechnungstatbestände und damit der Meldepflichten im Falle des Aufbaus von Positionen in Aktien von Emittenten im regulierten Markt. Der Fall Schaeffler/Continental wirft insbesondere die Frage auf, ob hier mit Cash Swaps Meldepflichten legal umgangen werden konnten, was bedeuten würde, dass entgegen der klaren Intention des Gesetzgebers bestehende Lücken nicht zuverlässig geschlossen wurden.

## Einleitung

Das Übernahmeangebot der Schaeffler KG zum Erwerb von Aktien der Continental AG wirft in juristischer Hinsicht eine Vielzahl von Fragen auf, da hier mit sogenannten „cash-settled equity total return swaps“ ein aus dem angelsächsischen Rechtskreis stammendes Instrument<sup>1</sup> eingesetzt wurde, das außerhalb spezialisierter Fachkreise hierzulande bislang weitgehend unbekannt war und dessen kapitalmarkt- und übernahmerechtliche Einordnung und Würdigung nicht abschließend geklärt ist<sup>2</sup>. Interessanterweise hat der District Court for the Southern District of New York wenige Wochen vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots der Schaeffler-Gruppe im Falle CSX Corporation v. The Children’s Investment Fund Management (UK) LLP et al.<sup>3</sup> ein Urteil gefällt, in dem es um weitgehend vergleichbare Fragen ging. Bereits zuvor waren solche Swaps im Falle Perry Corporation v. Ithaca (Custodian) Ltd.<sup>4</sup> Gegenstand von Rechtsstreitigkeiten, diesmal in Bezug auf Aktien der neuseeländischen Rubicon Ltd., wobei das Studium dieser Urteile ausgesprochen interessante Hinweise auf die Marktpraktiken und andere, hier relevante Fragen bietet.

Schon vor dem Hintergrund der absehbaren Verschärfungen der Sanktionen von Verstößen gegen Meldepflichten durch das am 27. Juni 2008 vom Bundestag bereits beschlossene, bei Bekanntgabe der Übernahmeabsicht der Schaeffler-Gruppe aber noch nicht verkündete Risikobegrenzungs-gesetz<sup>5</sup> wird die Qualifizierung von „cash-settled

---

<sup>1</sup> Zum Einsatz derivativer Instrumente unter dem Gesichtspunkt der Abtrennung einzelner Rechte („equity decoupling“) und der unterschiedlichen Ziele der einzelnen Strategien vgl. *Hu/Black, Debt, Equity, and Hybrid Decoupling, Draft v. 15.6.2008, EFMJ 14/2008* mit konkreten Fallbeispielen.

<sup>2</sup> Näher hierzu KöKo WpHG von *Bülow*, § 22 Rdnr. 87. Inwieweit das Instrument neben Cash Settled Options (vgl. FAZ vom 29. Juli 2008) von Porsche beim Erwerb von Anteilen an der Volkswagen AG eingesetzt wurde und damit für die gigantischen Gewinne der Schwaben im Finanzbereich mitverantwortlich ist, ist nicht öffentlich bekannt. Sollte auch Porsche neben oder statt Optionen mit Cash-Ausgleich Cash Swaps eingesetzt haben, wäre dies unter denselben Gesichtspunkten wie Schaeffler/Continental zu beleuchten.

<sup>3</sup> CSX Corporation v. The Children’s Investment Fund Management (UK) LLP, et al., No. 08 Civ. 2764, 2008 U.S. Dist. LEXIS 46039 (S.D.N.Y. June 11, 2008). Eingehend hierzu *Schanz/Schalast* (Hrsg.), Schaeffler KG/Continental AG im Lichte der CSX Corp.-Entscheidung des US District Court for the Southern District of New York, Frankfurt School – Working Paper Series Nr. 100.

<sup>4</sup> [http://www.ipsofactoj.com/international/2005/Part04/int2005\(04\)-011.htm](http://www.ipsofactoj.com/international/2005/Part04/int2005(04)-011.htm).

<sup>5</sup> RegE vom 24.10.2007, BT-Drs. 16/7438 vom 7.12.2007.

equity total return swaps“ (im folgenden auch „Cash Swaps“) über den Einzelfall Schaeffler/Continental hinaus massive Auswirkungen auf die Strukturierung von Angriffen auf notierte Unternehmen und damit auch die bestehenden Verteidigungsmöglichkeiten haben.

## 1 Ausgangslage

### 1.1 Angebot / Sachverhalt

Am 15. Juli 2008 gab die Schaeffler KG die Absicht bekannt, an alle Aktionäre der dreimal größeren Continental AG ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu 69,37 Euro je Aktie in bar – mindestens jedoch zum „BaFin-Mindestpreis“ – abzugeben, womit die hoch verschuldete Continental AG mit über 11 Mrd. Euro bewertet wurde. Schaeffler strebt nach eigenen Angaben eine strategische Beteiligung von mehr als 30 % an Continental an, aber nicht notwendigerweise eine Mehrheit. Die Aktie der Continental sprang – nach deutlichem Kursverfall während der vorangegangenen 12 Monate – innerhalb der beiden Tage nach Bekanntgabe von unter 55 Euro auf über 70 Euro.<sup>1</sup>

Die Schaeffler Gruppe verfügte zu diesem Zeitpunkt bereits „über 2,97 Prozent der Continental-Aktien, über Finanzinstrumente, die zum Erwerb von Continental-Aktien in Höhe von 4,95 Prozent berechtigen, und hat“ mit mehreren Banken<sup>2</sup> „in bar zu erfüllende Swap-Geschäfte über rund 28 Prozent der Aktien abgeschlossen.“ Hinsichtlich der Swaps wurde weiter mitgeteilt, dass diese von Schaeffler jederzeit gekündigt werden können. „Wenn sie entscheidet“, so die Pressemitteilung, „die Swap-Geschäfte während der Annahmefrist oder der weiteren Annahmefrist zu kündigen, könnten ihr nach einer Kündigung hieraus bis zu 28 Prozent der Aktien der Continental AG im Rahmen des Übernahmeangebotes angedient werden.“

Continental lehnte das Übernahmeangebot mit der Begründung ab, es spiegele den wahren Wert des Unternehmens nicht annähernd wider, auch überzeuge die indus-

---

<sup>1</sup> Besonders interessant ist in diesem Zusammenhang, dass der für die Autoindustrie zuständige Analyst bei Merrill Lynch, die dem Vernehmen nach den Angriff gegen Continental führt bzw. führend berät, nach Presseberichten eine Woche vor Bekanntgabe der Angebotsabsicht zunächst die Kursprognose für die Continental-Aktie von 110 auf 90 Euro senkte. Am Freitag, den 11. Juli 2008, legte der Analyst in einer Studie mit dem Titel "Zu viele Herausforderungen" mit einem neuen Kursziel von 60 Euro nach, seine Empfehlung: weder kaufen noch verkaufen. Zuvor soll dieser Autoanalyst die Aktie sieben Jahre lang zum Kauf empfohlen haben. Resultat: die Aktie fiel am 11. Juli 2008 in der Spitze um über 7 Prozent. *Maier*, ftd vom 17.7.2008. Auf das Ergebnis der BaFin, inwieweit hier die Chinese Walls zwischen Research einerseits und Corporate Finance andererseits gehalten haben oder ob hier der Tatbestand der Marktmanipulation nach § 20a WpHG erfüllt wurde, darf man gespannt sein.

<sup>2</sup> U.a. Merrill Lynch, Dresdner Bank, Unicredit und Credit Suisse, wobei Merrill Lynch nach Pressemitteilungen dieses „Konsortium“ führt. Zur Finanzierung wurde ein zweites Konsortium unter der Führung der Royal Bank of Scotland bestehend aus UBS, Unicredit, LBBW und Dresdner Bank zusammengestellt.

trielle Logik nicht, wohingegen von Kunden und anderen Branchenexperten ein Zusammengehen durchaus positiv gesehen wurde. Continental rief die BaFin zum Einlenken auf, die sich zunächst in Schweigen hüllte, dann aber die Angebotsunterlage billigte.

Wie sich aus dieser Angebotsunterlage ergibt, hat Frau Schaeffler bereits am 28. Februar 2008 insgesamt 2.500 Continental-Aktien (entsprechend ca. 0,002 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) erworben.<sup>1</sup> Die INA-Holding Schaeffler KG hat dann in der Zeit zwischen dem 2. Juli 2008 und dem 17. Juli 2008 ca. 4,9 Mio. Aktien (entsprechend ca. 3,06 %) erworben, nachdem sie bereits in der Zeit zwischen dem 25. März 2008 und dem 23. Mai 2008 eine Swap-Position in Bezug auf insgesamt ca. 28 % aufgebaut hatte, wobei der damit fixierte Preis im Angebot nicht genannt wird.

## 1.2 Rechtsfragen und Relevanz

Im Vordergrund der juristischen Auseinandersetzungen steht die Frage, ob für Schaeffler bereits zu einem früheren Zeitpunkt eine Mitteilungspflicht nach §§ 21 ff. WpHG oder §§ 10, 35 I WpÜG bestand, die verletzt wurde, um den Kurs der Continental-Aktie nicht in die Höhe zu treiben.

Dabei wird in der Presse in Hinblick auf die Meldepflichten darauf hingewiesen, dass vor Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes Stimmrechte und andere Rechte aus den von der nach WpHG (!) unterlassenen Meldung betroffenen Aktien nur bis zur Erfüllung der Mitteilungspflichten nicht ausgeübt werden können, wohingegen nach dem geänderten § 28 WpHG künftig ab Nachholung der Mitteilung hinsichtlich der Aktionärsrechte eine 6-monatige nachlaufende Nichtausübungsfrist gilt, was das vom Gesetzgeber missbilligte Anschleichen massiv erschweren dürfte. Da § 39 II Nr. 2 e) und f), IV WpHG einen Verstoß gegen die Meldepflichten des WpHG als Ordnungswidrigkeit lediglich mit einer Geldbuße von bis zu 200.000 Euro bzw. § 60 WpÜG Verstöße gegen Veröffentlichungspflichten nach § 10 WpÜG lediglich mit Geldbußen von bis zu 1 Mio. Euro bewehrt, wäre ein Verstoß für Schaeffler nach derzeitigem Recht allenfalls mit minimalen Risiken behaftet<sup>2</sup>, zumal eine Verletzung der Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG bzw. der nach § 10 WpÜG als solche zumindest dann keinen Grund für eine Untersagung eines Angebots nach § 15 WpÜG darstellt, wenn sie nicht mehr fort dauert.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> S. 15 f.

<sup>2</sup> *Zetsche*, Conti/Schaeffler – Rechts- oder Nachweisproblem. <http://notizen.duslaw.eu/2008/07/19/conti-schaeffler-%E2%80%93-rechts-oder-nachweisproblem/>

<sup>3</sup> FraKo Walz § 10 Rdnr. 68; MüKo AktG Wackerbarth, § 10 Rdnr. 102 hinsichtlich der Pflichten nach § 10 WpÜG. In diesem Zusammenhang könnte allenfalls noch zu prüfen sein, ob sich der zu bietende Mindestpreis aus einer früheren Zeitspanne errechnen müsste und damit höher liegen würde.

Dabei ist aber darauf hinzuweisen, dass nach § 17 IV OWiG die Geldbuße den wirtschaftlichen Vorteil, den der Täter aus der Ordnungswidrigkeit gezogen hat, übersteigen soll und eine Geldbuße über das angedrohte Höchstmaß hinaus erhöht werden kann, wenn die angedrohte Buße hierzu nicht ausreicht.<sup>1</sup> Darüber hinaus ist der Mitteilungspflichtige potenziellen Schadensersatzansprüchen ausgesetzt.<sup>2</sup>

## 2 Verpflichtungen nach WpHG

### 2.1 Rechtsgrundlage

Nach § 21 I 1 WpHG bestehen Mitteilungspflichten gegenüber dem Emittenten und der BaFin, die an das Halten von Stimmrechten anknüpfen, wenn enumerativ aufgezählte Schwellen - heute beginnend mit 3 Prozent - erreicht bzw. über- oder unterschritten werden. Diese betreffen den Halter der Stimmrechte bzw. seine Konzernunternehmen<sup>3</sup> und sind unverzüglich, spätestens aber innerhalb von vier Handelstagen zu erfüllen.

Den Stimmrechten des Meldepflichtigen stehen nach § 22 WpHG u.a. Stimmrechte aus Aktien gleich,

- die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden (I Nr. 2), oder
- die der Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann (I Nr. 5).

Darüber hinaus werden dem Meldepflichtigen nach § 22 II WpHG auch Stimmrechte eines Dritten zugerechnet, mit dem der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt.

Außerdem bestehen nach § 25 WpHG Mitteilungspflichten beim Halten von sonstigen Finanzinstrumenten, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien zu erwerben, wobei hier die Schwelle von 3 Prozent nicht gilt. Im Gegensatz zu den anderen Zurechnungstatbeständen nach §§ 21 und 22 WpHG findet – vor der diesbezüglichen Änderung durch das Risikobegrenzungs-gesetz – eine Zusammenrechnung mit den Beteiligungen nach den §§ 21 und 22 WpHG nicht statt.

---

<sup>1</sup> Näher hierzu KöKo WpHG *Altenhain*, § 39 Rdnr. 63.

<sup>2</sup> Näher hierzu *Schanz*, Börseneinführung, S. 652.

<sup>3</sup> Vgl. § 24 WpHG.

## 2.2 Effektive Aktien und Optionen

Soweit die Schaeffler-Gruppe über 2,97 Prozent der Continental-Aktien verfügte, blieb sie damit – für sich betrachtet – unter der Meldeschwelle nach § 21 I WpHG. Inwieweit bzw. ab wann Schaeffler Stimmrechte aus den optionsgegenständlichen 4,95 Prozent mit der Folge des Entstehens einer Meldepflicht zugerechnet werden, hängt nach der bei und vor Veröffentlichung der Angebotsabsicht geltenden Rechtslage davon ab, ob diese unter § 22 I Nr. 5 WpHG oder unter § 25 I WpHG fallen. So hätte im Falle der Anwendbarkeit von § 22 I Nr. 5 WpHG eine Zurechnung mit der Folge des Überschreitens der 3- wie auch der 5-Prozent-Schwelle bereits bei Veröffentlichung der Übernahmeabsicht klar vorgelegen. Da im Falle der Meldepflicht nach § 25 I WpHG die 3-Prozent-Schwelle nach dessen Satz 1 letzter Halbsatz nicht gilt, findet eine Überschreitung von Meldeschwellen daher nur bei einer Zusammenrechnung der Instrumente nach § 25 WpHG mit den Tatbeständen nach §§ 21 f. WpHG statt, die bis zum Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes und der hieraus resultierenden Änderung des § 25 I 3 WpHG durch diesen ausdrücklich ausgeschlossen war.

Vom Wortlaut her fallen Kaufoptionen auf Aktien zunächst sowohl unter den Tatbestand des § 22 I Nr. 5 WpHG („die der Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann“) als auch unter den des § 25 I 1 WpHG („Finanzinstrumente“ [...] „die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten“ [...] „zu erwerben“). Dabei ist die Abgrenzung in Anbetracht des sich überschneidenden Wortlauts unklar und umstritten. Der Begriff „Finanzinstrument“ bietet in Anbetracht seiner weiten Definition in § 2 IIb WpHG kein geeignetes Abgrenzungskriterium. Unstreitig erfasst wird von § 22 I Nr. 5 WpHG der Fall, dass der Meldepflichtige in der Lage ist, mit seiner Erklärung die Übereignung der betreffenden Aktien wirksam herbeizuführen, z.B. – wenn der meldepflichtige Erwerber bereits im Besitz der Aktien ist – durch Annahme einer antizipierten Übereignungserklärung, was im Falle Schaeffler wohl ausgeschlossen werden kann. Dabei besteht Einigkeit darüber, dass der Anwendungsbereich der Norm nicht auf den in der Gesetzesbegründung<sup>1</sup> genannten Fall des Rückerwerbs von Aktien, die an einen Dritten übereignet wurden, beschränkt ist.<sup>2</sup> Streitig ist dagegen, inwieweit über den einseitig zu bewirkenden Eigentumserwerb hinaus auch eine Erstreckung auf schuldrechtliche Verträge anzunehmen ist, durch die lediglich ein Übereignungsanspruch begründet wird. Sinn und Zweck der Norm sprechen dafür, auch einen schuldrechtlichen Übereignungsanspruch ausreichen zu lassen<sup>3</sup>, zumal eine differenzierende Betrachtung hier

---

<sup>1</sup> BegrRegE BT-Drs 12/6679, S. 54.

<sup>2</sup> MüKo AktG *Bayer*, § 22 Anh. § 22 WpHG Rdnr. 26; *Assmann/Schneider* WpHG, § 22 Rdnr. 90; ausführlich *Steuer/Baur* WM 1996, S. 1477, 1478 ff.

<sup>3</sup> MüKo AktG *Bayer*, § 22 Anh. § 22 WpHG, Rdnr. 27; *Assmann/Schneider* WpHG, § 22 Rdnr. 92 ff.; *Koppensteiner* in *KöKo AktG*, Anh. 22 §§ 21 ff. WpHG Rdnr. 19; *Franck* BKR 2002, S. 709, 712; a.A. *Hüffer* AktG Anh. § 22 § 22 WpHG Rdnr. 5; *Schwark* § 22 WpHG Rdnr. 10; *Opitz* in *Schäfer* § 22 WpHG Rdnr. 65; *Pötzsch/Möller* WM 2000 Sonderbeilage Nr. 2 S. 18 Rdnr. 124.

durch nichts gerechtfertigt ist und der Markt nicht weniger als bei den rein wirtschaftlich begründeten und ebenfalls nur schuldrechtlich abgesicherten Zurechnungstatbeständen nach § 22 I 1 Nrn. 2 und 3 ein legitimes Interesse daran hat, zu wissen, ob ein Aktienerwerb konkret bevorsteht, was im Falle eines bindend zustande gekommenen, aber noch nicht erfüllten Schuldvertrages (i.d.R. Kaufvertrag) anzunehmen ist.<sup>1</sup> Dabei ist auch zu beachten, dass Nr. 5 Resultat der Umsetzung der Transparenzrichtlinie, d.h. einer europarechtlichen Vorgabe ist, der das deutsche Trennungsprinzip unbekannt ist.

Ungeachtet dessen darf nicht unberücksichtigt bleiben, dass sich der Gesetzgeber zunächst hinsichtlich der Parallelnorm des § 30 I 1 Nr. 5 WpÜG ausdrücklich anders entschieden hat<sup>2</sup> und daher nach wohl einhelliger Meinung schuldrechtliche Ansprüche im Rahmen des Pflichtangebots nach § 30 WpÜG nicht berücksichtigt werden. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen und eines Hinweises in den Gesetzgebungsmaterialien des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes<sup>3</sup> muss auch im Rahmen der Meldepflichten nach § 21 WpHG davon ausgegangen werden, dass diese nach derzeitiger Rechtslage von schuldrechtlichen Optionen nicht ausgelöst werden. Wenngleich eine Differenzierung zwischen schuldrechtlichen und dinglichen Optionen im Zusammenhang mit den Meldepflichten wie auch dem Pflichtangebot schlichtweg unsinnig ist und auch die insoweit unklare Fassung des Gesetzes zu kritisieren ist, ist im vorliegenden Fall davon auszugehen, dass die von Schaeffler gehaltenen Optionen die Voraussetzungen von § 22 I 1 Nr. 5 WpHG nicht erfüllen, sondern unter § 25 WpHG fallen, wo sie nach alter, hier relevanter Rechtslage nicht zu einer Zurechnung zu den Aktienbeständen führen und damit per se auch keine Meldepflichten auslösen. Insoweit abschließend ist aber darauf hinzuweisen, dass vor dem Hintergrund einer gebotenen weiten Auslegung der §§ 21 ff. WpHG<sup>4</sup> mit dem Ziel einer größtmöglichen Transparenz des Marktgeschehens die gegenteilige Auffassung gut vertretbar und wünschenswert ist, so dass nicht ausgeschlossen werden kann, dass sich die BaFin letztendlich auf diesen Standpunkt stellt, mit der Folge dass sie schon aus einer Zusammenrechnung der effektiven Aktienbestände und der Optionen zu einer Verletzung von Mitteilungspflichten käme.

## 2.3 Cash Swaps

Im Fokus der juristischen Auseinandersetzung steht damit die Frage, wie die eingesetzten Cash Swaps in diesem Zusammenhang einzuordnen sind, die in der Bundes-

---

<sup>1</sup> MüKo AktG *Bayer*, a.a.O.

<sup>2</sup> BegrRegE BT-Drs. 14/7034, S. 54. Auch die Regierungsbegründung zum Risikobegrenzungs-gesetz spricht im Zusammenhang mit dem zu ändernden § 25 I 3 WpHG hinsichtlich § 22 I 1 Nr. 5 von „dinglichen Optionen“. BegrRegE BT-Drs. 16/7438, Zu Nr. 3 Buchstabe b.

<sup>3</sup> Hier wird ausgeführt, dass diese „Vorschrift [...] eine Zurechnung im Falle dinglich ausgestalteter Optionen vorsieht“. BT Drs. 16/2498 zu Nummer 13 (§ 25).

<sup>4</sup> Ebenso für § 20 AktG: LG Hannover vom 29.5.1992 – 23 O 64 und 77/91, AG 1993, 187 = WM 1992, 1239, 1244; *Koppensteiner*, in FS Rowedder, 1994, S. 215.

republik nur vereinzelt Gegenstand einer rechtlichen Würdigung<sup>1</sup>, nicht aber Gegenstand eines Rechtsstreits waren. In Anbetracht der skizzierten Verschärfungen des WpHG durch das Risikobegrenzungs-gesetz wird der Problematik über den hier diskutierten Einzelfall hinaus bei künftigen Übernahmen von Unternehmen, deren Aktien im regulierten Markt notiert sind, deutlich größere Bedeutung zukommen.

### 2.3.1 Funktionsweise

Ein „cash-settled equity total return swap“ ist eine vertragliche Vereinbarung zwischen zwei Parteien, in der sich diese verpflichten, über eine festgesetzte Laufzeit in regelmäßigen Abständen jeweils bestimmte Zahlungsströme auszutauschen. Diese errechnen sich auf Basis eines sogenannten Nominalwerts, wobei dieser nur der Berechnung der Zahlungsströme dient, aber nicht selbst ausgetauscht wird. In einem typischen solchen Swap erhält die Partei, die eine „Long Position“ hat, d.h. im vorliegenden Fall Schaeffler, von der Gegenseite, d.h. hier der jeweiligen Bank, eventuelle Dividenden und einen Wertzuwachs zwischen dem festgesetzten Preis des Basiswertes zum Zeitpunkt des Abschlusses des Swaps und dessen Ende bzw. Beendigung, jeweils multipliziert mit der vereinbarten Aktienzahl. Im Gegenzug erhält die Bank, die „short“ ist, eine laufende Zinszahlung auf den ausmachenden festgesetzten Gegenwert und - vor allem – im Falle eines Rückgangs des Kurses des Basiswertes die Differenz zwischen den beiden Kursen, wiederum multipliziert mit der vereinbarten Aktienzahl. In finanzieller Hinsicht steht eine Partei, die die Long Position in einem Cash Swap auf eine bestimmte Aktie innehat, genauso da, als habe sie die Aktie selbst im Bestand und diese mit Kredit finanziert. Vor diesem Hintergrund wird zurecht darauf hingewiesen, dass bei Einsatz solcher Instrumente „[t]he takeover battle may be essentially over, before it has begun.“<sup>2</sup> Stimmrechte werden über den Cash Swap als solchen nicht übertragen, sie bleiben vielmehr beim Eigentümer der Aktien.<sup>3</sup>



Auch wenn die Bank häufig (aber eben nicht zwingend) zur Absicherung des aus dem Swap resultierenden Kursrisikos eine entsprechende Stückzahl von Aktien hält, hat die Gegenpartei lediglich einen Anspruch auf Barzahlung. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass die Bank mit der Short Position unter dem Cash Swap nach dessen Abwicklung zur Vermeidung eines Risikos aus einer verbleibenden Long Position in der Aktie – im Falle einer solchen Absicherung – diese veräußern muss. Dabei ist nicht auszuschließen, dass diese Aktien „zufällig“ an den Vertragspartner

<sup>1</sup> KöKo WpHG von Bülow, § 22 Rdnr. 87.

<sup>2</sup> Hu/Black, S. 13.

<sup>3</sup> KöKo WpHG von Bülow, § 22 Rdnr. 87.

des Swaps veräußert werden<sup>1</sup>, was in der Presse zu Mutmaßungen hinsichtlich stillschweigender Übereinkünfte und einer „augenzwinkernden“ Umgehung der Meldevorschriften führt.<sup>2</sup>

### 2.3.2 Rechtliche Würdigung

Im Zuge der rechtlichen Einordnung der Cash Swaps ist zunächst einmal der Klarstellung halber auf die insoweit unklaren Ausführungen und Mutmaßungen hinsichtlich des „Schicksals“ der Aktien, die – bzw. richtiger, deren Gegenwert – Gegenstand der Cash Swaps sind, einzugehen. Wie im Zusammenhang mit deren Funktionsweise bereits erläutert wurde, beinhalten typische Cash Swaps<sup>3</sup> als solche keinerlei Regelung dergestalt, dass diese eine der Parteien zu irgendeinem Zeitpunkt zur Übertragung oder auch Abnahme von Aktien oder Stimmrechten zwingen.<sup>4</sup> Solche Pflichten bedürften daher einer darüber hinausgehenden Zusatzvereinbarung.

Dabei könnte die in der Pressemitteilung der Schaeffler-KG vom 15. Juli 2008 gemachte Behauptung, ihr könnten nach einer Kündigung „bis zu 28 Prozent der Aktien der Continental AG ... angedient werden“ zum einen dergestalt interpretiert werden, dass sie gegenüber den Banken eine Stillhalteposition in einer Verkaufsoption eingegangen ist, was als solches zunächst einmal keinen der Zurechnungstatbestände des WpHG's (oder des WpÜG's) erfüllen würde. Gleiches gilt für die andere mögliche Interpretation, nach der Schaeffler lediglich darauf hinweisen würde, dass die Banken beim Schließen eventueller Hedge-Positionen die Verkäufe der Aktien – wie in der Presse dargestellt „zufällig“ – gerade mit Schaeffler tätigen könnten<sup>5</sup>. Auch dies wäre - vor Durchführung der Transaktion – als solches hinsichtlich der wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten irrelevant, solange es sich hierbei nicht um einen bindende Absprache im Sinnes einer „forward transaction“ handelt. Andererseits können mutmaßliche Aussagen von Schaeffler gegenüber dem Continental-Vorstand, „man könne jederzeit so viele Aktien von den Banken bekommen, dass 36% des Kapitals zusam-

---

<sup>1</sup> Unter Differenzierung zwischen den unterschiedlichen Settlementmechanismen in den Swaps eingehend hierzu der neuseeländische Court of Appeal in Sachen Perry Corporation v. Ithaca (Custodian) Ltd., Ziffern 57 ff. (64).

<sup>2</sup> *Fehr*, ftd vom 15.7.2008.

<sup>3</sup> Vgl. auch FSA, Disclosure of Contracts for Difference, Consultation and Draft Handbook text, S. 33 ([http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07\\_20.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf)).

<sup>4</sup> Vgl. KöKo WpHG von Bülow, § 22 Rdnr. 87.

<sup>5</sup> In einer Studie ist PWC im Auftrag der FSA dieser Frage ausdrücklich nachgegangen, was eine unterschiedliche Praxis seitens der Swaphändler offen legte. So zeigten sich einige der befragten Händler grundsätzlich bereit, bei Beendigung eines Swapgeschäfts der Gegenseite auf Wunsch die physischen Aktien zu verkaufen. Andere hingegen gaben an, dies aus grundsätzlichen Erwägungen abzulehnen. So behaupteten 7 (54%) der Befragten, niemals die Transaktion durch die Übertragung physischer Aktien zu schließen, 6 (46%) dagegen gaben an, dies in maximal 20 Prozent der Fälle zu tun. (S. 19; Antwort auf Frage 25).

menkommen“<sup>1</sup>, so interpretiert werden, dass Schaeffler eine rechtlich verbindliche Kaufoption mit entsprechenden Meldepflichten nach § 22 I Nr. 5 bzw. § 25 WpHG hat, was aber in Anbetracht des ganz offensichtlich strategieschädigenden Charakters einer solchen Option sehr unwahrscheinlich ist. Im Ergebnis kommt es hier hinsichtlich möglicher Zusatzabreden auf den spezifischen, öffentlich noch nicht bekannten Sachverhalt an, wobei aber davon auszugehen ist, dass diese nicht so weitgehend verbindlich sind, dass hieraus selbständige Meldepflichten resultieren würden.

Demgegenüber stellt sich die Qualifizierung der eigentlichen Cash Swaps schwieriger dar. Da sie keine Stimmrechte vermitteln, könnte ihre Zurechnung schon dann ausscheiden, wenn alle in Betracht kommenden Zurechnungstatbestände eine Übertragung bzw. Vermittlung von Stimmrechten voraussetzen würden. Dies ist indes nicht der Fall, unabhängig davon, dass – im Gegensatz zu §§ 20 ff. AktG<sup>2</sup> – die Zielrichtung wie auch der gesamte Regelungsgehalt der §§ 21 ff. WpHG (und des § 30 WpÜG) sich im Wesentlichen auf die Stimmrechte und die darauf basierenden Einflussmöglichkeiten in der Hauptversammlung bezieht. So stehen den Stimmrechten des Meldepflichtigen nach § 22 WpHG u.a. Stimmrechte aus Aktien gleich, die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden (I Nr. 2) sowie solche, an denen zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist (I Nr. 4). Diese Tatbestände setzen nicht zwingend die Übertragung bzw. Vermittlung von Stimmrechten voraus.

### 2.3.2.1 „Für Rechnung des Meldepflichtigen“

Hinsichtlich des in § 22 I Nr. 2 WpHG verankerten Zurechnungstatbestands ist zunächst einmal festzustellen, dass eine spezifische gesetzliche Qualifikation des Tatbestandsmerkmals „für Rechnung des Meldepflichtigen“ fehlt. Vor dem Hintergrund der vorstehend geschilderten Funktionsweise von Cash Swaps, die dazu führt, dass das (finanz-) wirtschaftliche Ergebnis dem Inhaber der Long Position (hier: die Schaeffler-Gruppe) zukommt, erscheint klar zu sein, dass die Aktivitäten der Banken in diesem Fall für „Rechnung“ der – u.U. meldepflichtigen Gegenpartei, d.h. der Schaeffler-Gruppe durchgeführt werden.<sup>3</sup> Der Zurechnungstatbestand entspricht der Regelung in § 16 IV AktG. Er bezweckt die Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien, die dem Meldepflichtigen zwar nicht gehören, er jedoch – wie hier – im Verhältnis zu Dritten die Kosten und das Risiko der Beteiligung trägt.<sup>4</sup> Wichtigster Anwendungsfall in der Praxis ist neben dem sogenannten Durchstellgeschäft die Treuhand<sup>5</sup>, wobei es nach richtiger Auffassung keinen Unterschied macht, inwieweit der Treugeber dem Treuhänder gebunden ist oder nicht. Entscheidend ist vielmehr allein, ob den Treuge-

---

<sup>1</sup> Wadewitz, BZ vom 16.7.2008.

<sup>2</sup> Diese knüpfen unabhängig von den Stimmrechten nur am Gesamtkapital an.

<sup>3</sup> So wohl auch Habersack, vgl. Juve Nachrichtendatenbank vom 30.7.2008.

<sup>4</sup> MüKo AktG Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rdnr. 17.

<sup>5</sup> Dabei ist die hier nicht einschlägige Sicherungstreuhand speziell unter § 22 I 1 Nr. 3 WpHG geregelt.

ber im Ergebnis die wirtschaftlichen Folgen treffen. Eine Zurechnung im Rahmen von § 16 IV AktG an den Treugeber scheidet damit nur dann aus, wenn sichergestellt ist, dass die Chancen und Risiken aus der Verwaltung des Treuguts allein den Treuhänder treffen.<sup>1</sup> Vor diesem Hintergrund kann daher auch nicht denen gefolgt werden, die das Merkmal „Rechnung des Meldepflichtigen“ nur dann als gegeben ansehen, wenn der Meldepflichtige einen – wenn auch begrenzten – Stimmrechtseinfluss hat<sup>2</sup>, zumal völlig offen bleibt, was ein „begrenzter Stimmrechtseinfluss“ tatsächlich ist. Umstritten ist in diesem Zusammenhang außerdem, ob der rechtliche Inhaber der Aktien zwingend zur Ausübung des Stimmrechts im Interesse des Bieters verpflichtet sein muss, wobei die, die dies fordern, alle Ausgestaltungsmöglichkeiten unabhängig vom Bestehen oder der Ausübung eines Weisungsrechts erfassen wollen.<sup>3</sup> Bei diesem mit rechtsstaatlichen Grundsätzen nur schwer vereinbaren Geplätscher bleibt völlig unklar, was dies sein bzw. wie dies funktionieren soll. Im übrigen spricht vieles dafür, dass Banken, die als Gegenpartei aus einem Cash Swap ihre Short Position mit effektiven Aktien abgesichert haben, in hohem Maße geneigt sind, „Bitten“ von Schaeffler hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts nachzukommen, schon da ihnen insoweit jegliches eigenständiges ökonomisches Interesse fehlt.<sup>4</sup>

Inwieweit hier das andere Tatbestandsmerkmal der Zurechnungsklausel von § 22 I 1 Nr. 2 WpHG vorliegt, nämlich ob dem Dritten tatsächlich die Aktien „gehören“, deren Risiko letztendlich von dem Meldepflichtigen getragen wird, ist eine andere Frage. Aufgrund der öffentlich bekannten Informationen in Sachen Schaeffler/Continental ist nicht erkennbar, ob und wie die Banken, die Gegenpartei der einzelnen Cash Swaps sind, ihre hieraus resultierenden Positionen gegen Preisschwankungen abgesichert haben. Demnach ist offen, ob die Banken – in ihrer Gesamtheit oder auch nur einzelne von ihnen – Eigentümer der betroffenen Aktien waren oder ob ihnen, falls überhaupt möglich, solche auf andere Weise „gehören“.

In diesem Zusammenhang ist die amici curiae-Stellungnahme von ISDA und SIFMA im Falle CSX/TCI interessant, die sich hierin intensiv mit den Marktpraktiken bei Cash Swaps einschließlich der Absicherungsmechanismen und deren Einsatz auseinandergesetzt haben. Dabei wurde unter Hinweis auf die Studie, die PWC im Jahre 2007 im Auftrag der britischen FSA durchgeführt hat, zum einen dargelegt, dass Banken ihr Risiko aus Swaps, die Aktien als Basiswert haben, zwar häufig, aber keineswegs immer durch entsprechende Gegenpositionen absichern.

Zum anderen wurde deutlich gemacht, dass es im Falle einer Absicherung durch eine entsprechende Position in der Aktie selbst mehrere andere Möglichkeiten zur Erreichung eines gleichen oder weitgehend gleichen Ergebnisses gibt, z.B. über notierte

---

<sup>1</sup> MüKo AktG *Bayer*, § 16 Rdnr. 47 m.w.N.

<sup>2</sup> So für die Parallelnorm des § 30 WpÜG *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 30 Rdnrn. 12 f.; *Diekmann* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 30 Rdnr. 32.

<sup>3</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 30 Rdnrn. 13.

<sup>4</sup> *Zetsche*, *Conti/Schaeffler* – Rechts- oder Nachweisproblem.

oder unnotierte derivative Instrumente wie Swaps, Optionen oder Future-Kontrakte, möglicherweise auch über andere Basiswerte wie Aktien von Unternehmen derselben Branche oder einfach einen spezifischen (Branchen-) Index. In diesem Zusammenhang wird auch darauf hingewiesen, dass Banken ihre Risikopositionen regelmäßig nicht einzeln, sondern auf einer Portfolio-Basis absichern, was zur Folge hat, dass der sogenannte Hedge einer Risikoposition regelmäßig ein komplexes und dynamisches, d.h. sich im Zeitablauf veränderndes Konstrukt ist. Manchmal, wenn der verantwortliche Händler eine spezifische Marktmeinung hat, wird die so abgesicherte Position während ihrer Laufzeit einfach wieder (zeitweise) geöffnet.

Vor diesem Hintergrund erscheint der Tatbestand des § 22 I 1 Nr. 2 WpHG zunächst einmal allenfalls dann erfüllt, wenn die Bank ihre Short Position aus dem Cash Swap über eine entsprechende Long Position in der Aktie selbst eindeckt. Demgegenüber „gehören“ ihr keine Aktien, wenn sie diese Position offen gelassen hat. Zu dem gleichen Ergebnis kommt man, wenn sie die Absicherung über andere (derivative) Instrumente wie einen spiegelbildlichen Cash Swap vorgenommen hat, selbst wenn dessen Gegenpartei letztendlich die Aktie hält und das in § 22 I 1 Nr. 2 WpHG vorausgesetzte Eigentum daher über eine „Kette“ vermittelt würde<sup>1</sup>, da Nr. 2 ausdrücklich voraussetzt, dass die dem Dritten gehörenden Aktien von „ihm“ für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden. Etwas anderes könnte allenfalls dann gelten, wenn die Absicherung durch eine Kaufoption oder ein anderes Instrument erfolgt, das einen konkreten schuldrechtlichen Anspruch auf die Aktie selbst vermittelt. Letztendlich erfüllt ein solcher schuldrechtlicher Anspruch das Tatbestandsmerkmal „gehören“ aber nicht<sup>2</sup>, so dass im Ergebnis der Tatbestand der Nr. 2 nur von den Cash Swaps erfüllt wird, deren Banken ihre Position durch entsprechende Aktienbestände – u.U. auch nur zeitweise - gesichert haben. Dies gilt nicht zwingend für den gesamten Swap, sondern nur soweit eine Absicherung auch durch Aktien vorgenommen wird.

Diesem Ergebnis wird in der Literatur spezifisch für die hier gegenständlichen Cash Swaps entgegengehalten, dass auch bei einer Absicherung des Risikos der Bank aus dem Swap durch Kauf der Aktie selbst der Gegenpartei im Swap keinerlei Rechte in Hinblick auf diese Aktien zustünden. Da die Bank vielmehr über die betreffenden Aktien, die ausschließlich der eigenen Risikoabsicherung dienen, uneingeschränkt verfügen kann, halte sie diese nicht für Rechnung des Meldepflichtigen.<sup>3</sup> Diese – hiermit entscheidende – Argumentation überzeugt nicht, da es unbeachtlich ist, ob zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten ein gesetzliches oder ein rechtsgeschäftliches

---

<sup>1</sup> Zum insoweit vergleichbaren Sachverhalt der „Ketten-Wertpapierleihe“ vgl. MüKo AktG *Bayer*, § 22 Anh. § 22 WpHG Rdnr. 22; KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 85.

<sup>2</sup> KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 52.

<sup>3</sup> KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 87. Nach KöKo AktG *Koppensteiner* setzt „Halten „für Rechnung“ voraus, dass der potentiell Meldepflichtige das Stimmverhalten eines anderen bestimmen kann“. Dem ist nach den vorstehenden Ausführungen nicht zu folgen.

Rechtsverhältnis besteht.<sup>1</sup> In gleicher Weise würde hier bei einem fungiblen Gut, wo es allein auf die Wertentwicklung und die übrigen Cash Flows ankommen kann, eine völlig sachfremde, in der Praxis nicht vorkommende Verknüpfung geschaffen, indem in einem Austauschgeschäft eine weitergehende Bindung und Einflussmöglichkeit auf die Gegenpartei verlangt wird, die deren primäre Verpflichtungen in keiner Weise betrifft. Offen bleibt bei dieser Meinung, bei welcher Gestaltung die Voraussetzungen des § 22 I 1 Nr. 2 WpHG überhaupt vorliegen können: sollen hier Aktien im (Handels-) Buch einer Bank ausdrücklich gekennzeichnet oder auf speziellen Depots ab- bzw. ausgesondert werden? Wie bei einer Treuhand, wo es – wie bereits festgestellt - nach richtiger Auffassung keinen Unterschied macht, inwieweit der Treugeber den Treuhänder im Innenverhältnis gebunden hat oder nicht,<sup>2</sup> ist hier vielmehr allein entscheidend, ob den Meldepflichtigen im Ergebnis die wirtschaftlichen Folgen treffen.

Außerdem ist anerkannt, dass eine Zurechnung selbst dann erfolgt, wenn der Meldepflichtige nur einen Teil der wirtschaftlichen Chancen und Risiken trägt.<sup>3</sup> Eine einschränkende Auslegung des insoweit klaren Wortlauts des § 22 I 1 Nr. 2 WpHG ist vor dem Hintergrund des Ziels größtmöglicher Transparenz im Interesse des Schutzes der Anleger und der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte<sup>4</sup>, d.h. Offenlegung aller Vorgänge, die sich im Bereich des Beteiligungserwerbs, der Beteiligungsveränderung oder der sich abzeichnenden Konzernstrukturen abspielen, und der gebotenen weiten Auslegung der §§ 21 ff. WpHG<sup>5</sup> daher nicht angezeigt.

---

<sup>1</sup> *Assmann/Schneider* WpHG, § 22 Rdnr. 43. A.A. für § 30 I Nr. 2 WpÜG: *Riehmer* in *Haarman/Riehmer/Schüppen*, Öffentliche Übernahmeangebote, § 30 Rdnr. 32.

<sup>2</sup> *MüKo AktG Bayer*, § 16 Rdnr. 47 m.w.N.

<sup>3</sup> Nicht ganz eindeutig *Assmann/Schneider* WpHG, § 22 Rdnr. 48, soweit nach ihm entscheidend ist, „dass das von dem Meldepflichtigen übernommene Risiko so wesentlich ist, dass der Meldepflichtige rechtlich oder tatsächlich wesentlichen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte hat“. Dies widerspricht seinen unmittelbar folgenden – uneingeschränkt richtigen – Ausführungen, wonach „(e)in solches wesentliches Risiko trägt etwa, wer für bestimmte Aktien, die einem Kreditinstitut gehören, eine Kursgarantie oder eine Dividendengarantie übernimmt; denn damit verbleiben die Gewinnchance, die Bezugchance und die Veräußerungschance beim Dritten. Demgemäß ist zuzurechnen.“ Dem konsequent folgend wird von *Schneider* an anderer Stelle erklärt, dass für „die Stellung als Meldepflichtiger“ bedeutungslos ist, „wem das Stimmrecht bei Bestellung eines Nießbrauchs bei Aktien generell oder im Einzelfall zusteht“ (a.a.O. § 22 Rdnr. 84). Warum sollte hinsichtlich des Stimmrechts hier etwas anderes gelten? So genügt auch nach richtiger Ansicht des Syndikus der Deutschen Bank, *Marsch-Barner* (WuB II A. § 20 AktG 1/92) schon die Verpflichtung zur Freihaltung von allen Verlusten und Kosten für eine Zurechnung. In diesem Zusammenhang interessant ist, dass die – auch in *Perry (Rubicon Ltd.)* und *CSX* involvierte – Deutsche Bank zunächst auch an dem Angriff beteiligt war, sich dann aber zurückgezogen und sich schließlich auf die Seite von *Continental* geschlagen hat.

<sup>4</sup> Vgl. die Präambel der Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften v. 12.12.1988 (88/627/EWG) über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABIEG Nr. L 348 v. 17.12.1988 (Transparenz-Richtlinie).

<sup>5</sup> *Assmann/Schneider* WpHG, Vor § 21 Rdnr. 23.

Einzuräumen ist freilich, dass dieses Ergebnis nur bedingt befriedigen kann, macht es doch eine Meldepflicht der einen Swappartei vom rein internen Verhalten der Gegenpartei abhängig, auf dessen (Absicherungs- wie Abstimmungs-) Strategie sie keinerlei Einfluss hat. Einzuräumen ist auch, dass eine solcher Schlussfolgerung erhebliche Unsicherheit für den Abschluss solcher Cash Swaps mit sich bringen kann, wobei dieser – wie andere Unsicherheiten auch – damit begegnet werden könnte, dass die Bank gegenüber der Partei mit der Long Position aus dem Swap versichert, den Hedge nicht durch effektive Aktien durchzuführen. Über die Begründung eventueller Schadensersatzansprüche im Innenverhältnis der Swap-Parteien hinaus hätten solche Absprachen zumindest Auswirkungen auf den Schuldvorwurf im Ordnungswidrigkeits- bzw. zivilrechtlichen Schadensersatzverfahren.

### 2.3.2.2 Nießbrauch

In Hinblick auf den in § 22 I Nr. 4 WpHG verankerten Zurechnungstatbestand des Nießbrauchs zugunsten des Meldepflichtigen ist zunächst einmal festzustellen, dass der Inhaber eines Nießbrauchs an einer Aktie in der gleichen finanziellen Position ist wie der Inhaber der Long Position in einem entsprechenden Cash Swap. Beiden stehen die entsprechenden laufenden Erträge und der Wertzuwachs zu, beide werden durch Wertverluste belastet. Auf die im Schrifttum umstrittene Stimmberechtigung bei Bestehen eines Nießbrauchs<sup>1</sup> kommt es nach den Gesetzesmaterialien ausdrücklich nicht an: durch die Regelung „erfolgt entsprechend den Vorgaben der Transparenz-Richtlinie“ ... „eine Zurechnung zur Person des meldepflichtigen Nießbrauchers, ohne damit die Entscheidung der Streitfrage präjudizieren zu wollen“<sup>2</sup>, so dass das Verbleiben des Stimmrechts bei der Short Position im Rahmen des Cash Swaps irrelevant ist.

Unabhängig hiervon ist trotz einer weitgehend identischen Interessenkonstellation ein Cash Swap nicht mit einem Nießbrauch gleichzusetzen, da es sich bei Letzterem um ein gesetzlich definiertes dingliches, nicht aber ein rein schuldrechtliches Recht bzw. Rechtsverhältnis handelt. Ungeachtet der angesagten weiten Auslegung der §§ 21 ff. WpHG mit dem Ziel einer größtmöglichen Transparenz steht trotz einer durchaus zu befürwortenden Gleichbehandlung dieser hier das Analogieverbot nach Art. 103 II GG, § 3 OWiG entgegen.<sup>3</sup>

## 2.4 Abgestimmtes Verhalten

Vor dem Hintergrund der überaus komplexen Übernahmestrategie, in der die Banken mit ihren Stillhaltepositionen bei den Optionen bzw. – vom Gegenwert, wenngleich

---

<sup>1</sup> Nach einer Auffassung hat der Nießbraucher das Stimmrecht auszuüben. Nach einer anderen sollen Nießbraucher und Aktionär das Stimmrecht gemeinsam ausüben. Die dritte Ansicht will hingegen allein dem Aktionär das Stimmrecht zugestehen.

<sup>2</sup> BT-Drs. 12/6679, S. 53 f.

<sup>3</sup> Assmann/Schneider WpHG, Vor § 21 Rdnrn. 23 ff., 28.

nicht der direkten Einflussnahme auf die Zielgesellschaft noch viel bedeutender – den Gegenpositionen in den Cash Swaps eine wichtige Rolle spielen, stellt sich die Frage nach einer Zurechnung von deren Stimmrechten zu den Positionen von Schaeffler aus einem Acting in Concert. Auch insoweit findet mit dem - bei Ankündigung eines Angebots noch nicht erfolgten – Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes eine maßgebliche Veränderung der Rechtslage statt.

Trotz guter Argumente dafür, dass bereits nach hier relevanter Rechtslage auch ein abgestimmtes Verhalten der Meldepflichtigen hinsichtlich des Erwerbs von Aktien für ein Acting in Concert ausreicht<sup>1</sup>, vertritt der BGH infolge einer Vernachlässigung der ergänzend auf § 2 V WpÜG verweisenden Gesetzesbegründung eine deutlich restriktivere Auffassung und beschränkt das Acting in Concert mit Hinweis auf den Wortlaut der Norm ausdrücklich auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung, so dass hier nach Ansicht des BGH ein Acting in Concert keine Zurechnung begründet.

### 3 Pflichten nach WpÜG

Auch in übernahmerechtlicher Hinsicht stellt sich die Frage, ob die Schaeffler-Gruppe ihre Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 WpÜG rechtzeitig veröffentlicht hat. § 10 I 1 WpÜG sieht vor, dass eine solche Veröffentlichung „unverzüglich“ zu erfolgen hat, wobei „unverzüglich“ hier sehr eng definiert wird. Im Ergebnis wird man hier, wenn überhaupt, maximal einen Zeitraum von wenigen Stunden<sup>2</sup> ab dem die Frist auslösenden Ereignis, d.h. der relevanten Entscheidung annehmen können.

Gemeint mit der die Veröffentlichungspflicht auslösenden Entscheidung des Bieters ist die Entscheidung über das „Ob“ des Angebots, nicht über die einzelnen Konditionen eines solchen.<sup>3</sup> Problematisch bei dieser Fokussierung auf das „Ob“ ist freilich, dass diese Entscheidung regelmäßig erst dann getroffen wird, wenn auch die wesentlichen Bedingungen des geplanten Angebots feststehen, da dies unvermeidliche Spielräume für die an der Entscheidung beteiligten Organe und Personen eröffnet. So kann die Entscheidung über das „Ob“ hinausgezögert werden, indem die Beteiligten einzelne wesentliche Konditionen wie die Gegenleistung oder den Umfang eines Teilangebots und damit die Entscheidung über das Angebot als solches an sich noch offen halten. Freilich wird im Verlauf jeder Planung irgendwann für alle Beteiligten klar, dass die Entscheidung getroffen ist und letztendlich nur die Details noch nicht abschließend geklärt sind.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Näher hierzu vgl. *Schanz/Schalast*, a.a.O., S. 21 ff.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu auch *Geibel/Süßmann* § 10 Rdnr. 32, nach dem die Entscheidung „sofort“ zu veröffentlichen ist. *Thoma/Stöcker* in *Baums/Thoma* sprechen von „so schnell wie möglich“.

<sup>3</sup> BT-Drs. 14/7034, S. 39.

<sup>4</sup> MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 20.

Andererseits ist anerkannt, dass § 10 WpÜG gerade bei feindlichen Angeboten auch Raum für einen Überraschungsangriff lassen muss und ein potentieller Bieter deshalb in der Lage sein muss, sein Angebot so weit wie möglich vorzubereiten. So soll er bereits die Angebotsunterlage fertig stellen können. Auch können die in diesem Zusammenhang notwendigen Details des Angebots, d.h. das „Wie“, insofern feststehen, bevor die Entscheidung zur Abgabe des Angebots endgültig gefasst ist.<sup>1</sup> In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass ein potentieller Bieter zu einer Entscheidung schon an sich nicht verpflichtet ist und daher auch zu einer zügigen Entscheidung nicht verpflichtet sein kann.<sup>2</sup> Richtigerweise bestimmt er selbst den Zeitpunkt, an dem er die maßgebliche Entscheidung über die Abgabe eines Angebots trifft, woraus aber nicht abgeleitet werden darf, dass die Frage, ob eine Entscheidung im Sinne von § 10 I WpÜG getroffen ist, aus der allein maßgeblichen Sicht des Bieters zu bestimmen ist. Vor dem Hintergrund der Gefahr von Insidergeschäften ist vielmehr eine Betrachtung aus der Perspektive eines unabhängigen Dritten notwendig und gerechtfertigt. Inwieweit sich Vermutungsregeln dafür aufstellen lassen, wann die Entscheidung des Bieters endgültig getroffen ist, ist umstritten.<sup>3</sup> So wird richtigerweise darauf hingewiesen, dass ein Bieter auch nach bereits gesicherter Finanzierung von seinem Übernahmeverhaben wieder Abstand nehmen kann. Umgekehrt kann er schon vorher die Entscheidung getroffen haben und noch nach einer Finanzierung für die Transaktion suchen. Besondere Fragen tauchen in diesem Zusammenhang bei sogenannten „mehrstufigen“ Entscheidungsprozessen auf, wenn z.B. der Vorstand des Bieters noch der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf<sup>4</sup>, wobei diese Fragestellung im vorliegenden Fall in Anbetracht der Gesellschafter- und Managementstruktur der Bieterin keine wesentliche Rolle spielen dürfte.

Inwieweit hier auf einen rein internen Vorgang bei der Schaeffler-Gruppe abgestellt werden kann, muss schon in Anbetracht des insoweit nicht bekannten Sachverhalts und der nur zu vermutenden Entscheidungsstrukturen offen bleiben. Vielmehr kann und muss bis zum „Auftauchen“ eines internen Protokolls wohl darauf abgestellt werden, zu welchem Zeitpunkt der Entschluss des Bieters in einer Form nach außen getreten ist, die die Gefahren heraufbeschwört, vor denen die Angebotsadressaten und der Kapitalmarkt geschützt werden sollen.<sup>5</sup> Dabei wird verlangt, dass die Gefahr von Geschäften mit Wertpapieren der Zielgesellschaft durch andere Personen als den Bieter und mit ihm gemeinsam handelnde Personen erheblich erhöht wird. Diese Frage entscheidet sich nach richtiger Ansicht nicht danach, wann gegebenenfalls ein mehrstufiger Entscheidungsprozess innerhalb einer Bietergesellschaft zu einem Abschluss gekommen ist oder wann welcher Beschluss gefasst oder genügend wahrscheinlich ist. Vielmehr wird darauf abgestellt, welche und wie viele Personen von ei-

---

<sup>1</sup> MüKo AktG Wackerbarth, § 10 Rdnr. 21.

<sup>2</sup> Geibel/Süßmann § 10 Rdnr. 9; MüKo AktG Wackerbarth, § 10 Rdnr. 22.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu MüKo AktG Wackerbarth, § 10 Rdnr. 23; so aber Geibel/Süßmann § 10 Rdnr. 9 f. und Oechsler in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler § 10 Rdnr. 6.

<sup>4</sup> Näher hierzu MüKo AktG Wackerbarth, § 10 Rdnr. 32 ff. m.w.N.

<sup>5</sup> MüKo AktG Wackerbarth, § 10 Rdnr. 32 ff. Vgl. hierzu auch Steinmeyer/Häger § 10 Rdnr. 10.

nem geplanten öffentlichen Angebot erfahren haben oder daran mitwirken und ob dadurch die Gefahr des Insiderhandels signifikant erhöht wird oder nicht. An die Erfüllung dieses ungeschriebenen Tatbestandsmerkmals dürfen nach richtiger Ansicht allerdings keine zu hohen Anforderungen gestellt werden und schon gar nicht in diesem hochkomplexen Fall mit einer Vielzahl von involvierten Banken und anderen beteiligten Beratern. So reicht richtigerweise die Mitteilung an Angestellte des Bieters, die an der Entscheidung selbst nicht beteiligt sind, oder an Berater oder Banken aus, um ein Nach-Außen-Treten der Entscheidung zu bejahen.<sup>1</sup> Alternativ kann auch das Verhalten des Bieters seine Entscheidung nach außen treten lassen und die Gefahren schaffen, vor denen § 10 WpÜG schützen will. So kann er etwa beginnen, seinen Entschluss dadurch umzusetzen, dass er Anteile der Zielgesellschaft aufkauft oder durch gemeinsam mit ihm handelnde Personen aufkaufen lässt.<sup>2</sup>

Im Fall Schaeffler/Continental kommen mehrere Ereignisse in Betracht, die vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen die Fristen des § 10 I WpÜG ausgelöst haben könnten. Richtigerweise wird man nicht erst auf das erste Gespräch in dieser Sache zwischen den beiden Unternehmen, sondern auf vorangegangene Transaktionen abzustellen haben, soweit sich in diesen bereits der Entschluss zur Abgabe eines Übernahmeangebots manifestiert. Dabei ist zwischen dem letztendlichen Abschluss solcher Transaktionen einerseits und deren „Beauftragung“/Order bzw., u.U. noch früher, deren Konzeption andererseits zu differenzieren. Inwieweit hier schon die Konzeption der Gesamtstrategie geeignet ist, die skizzierten Pflichten auszulösen, ist von außen nicht zu beantworten. Hier könnten beispielsweise der Mandatsvertrag der Schaeffler Gruppe mit Merrill Lynch oder die internen Unterlagen der Banken interessante Erkenntnisse zulassen<sup>3</sup>. Letztendlich manifestiert sich der Wille zur Abgabe eines Angebots aber spätestens – nicht mit dem Abschluss der eigentlichen Transaktionen, sondern schon – mit der Order der Schaeffler-Gruppe, an die Bank bzw. Banken, die entsprechenden Geschäfte abzuschließen. Da Schaeffler nicht im Interesse der Vermögensdiversifikation in Aktien von Continental investieren und sich mit einzelnen Positionen begnügen wollte<sup>4</sup>, manifestiert sich dies auch im Falle eines zeitlichen Auseinanderfallens der einzelnen Komponenten bereits mit dem ersten direkten Abschluss bzw. dem ersten Auftrag an eine Bank, in Umsetzung der Gesamtstrategie eine substantielle Position zu erwerben, sei es über die Aktie selbst, sei es über Optionen oder auch über Cash Swaps. Während man hier den Kauf der 2.500 Aktien durch Frau Schaeffler am 28. Februar 2008 wohl noch unberücksichtigt lassen muss, ist hier auf den Aufbau der Swappositionen über 28 % im Zeitraum zwischen dem 25. März

---

<sup>1</sup> MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 26.

<sup>2</sup> Soweit *Wackerbarth* (MüKo AktG, § 10 Rdnr. 27) meint, hier habe der Bieter seine Entscheidung spätestens dann zu veröffentlichen, wenn er eine der in Meldeschwellen des § 21 WpHG überschreitet, übersieht er, dass diese Schwellen - abgesehen von einer potentiellen Indizwirkung im Einzelfall - hier völlig irrelevant sind.

<sup>3</sup> Im Falle *Perry Corporation v. Ithaca (Custodian) Ltd.* wurden detailliert die - im Urteil im Wortlaut zitierten - Mitschnitte von Telefonaten der involvierten Bankhändler ausgewertet.

<sup>4</sup> Übernahme-Poker um Continental, HB vom 30.7.2008.

2008 und dem 23. Mai 2008 abzustellen, der auf Basis eines mit Merrill Lynch am 17. März 2008 abgeschlossenen Swapgeschäfts erfolgt.<sup>1</sup> Hier kann kein ernsthafter Zweifel daran bestehen, dass die Schaeffler-Gruppe spätestens am 17. März bereits einen Entschluss zur Abgabe eines Übernahmeangebots getroffen hatte und damit ein Verstoß gegen § 10 WpÜG vorliegt.

#### 4 Fazit

Nach Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes, das mit dem geänderten § 25 WpHG zumindest insoweit klar eine Zurechenbarkeit der Optionspositionen mit sich bringt, wird bei einer dem Fall Schaeffler/Continental vergleichbaren Konstellation schon hierdurch eine wertpapierhandelsrechtliche Meldepflicht begründet werden. Allerdings spricht einiges dafür, dass eine solche bereits nach derzeitigem Recht von Schaeffler zumindest dann verletzt wurde, wenn die Banken ihre Short Positionen aus den „cash-settled equity total return swaps“ über effektive Aktienbestände abgesichert haben, da sie diese dann „für Rechnung“ der Schaeffler-Gruppe halten und so deren Position nach § 22 I Nr. 2 WpHG von 2,97 Prozent auf über 3 Prozent erhöht wird. Ungeachtet dessen wäre hier eine Klarstellung durch den Gesetzgeber angezeigt.

In Hinblick auf die übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflichten kommt es in erster Linie im Rahmen der gebotenen Feststellung des Ablaufs der Geschehnisse darauf an, welches das erste Ereignis war, das den Entschluss der Schaeffler-Gruppe zur Abgabe eines Angebots manifestiert hat. Hier ist davon auszugehen, dass die nach § 10 WpÜG erforderliche Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots deutlich verspätet war. So bleibt interessant zu sehen, inwieweit die Aufsichtsbehörde „Zähne zeigt“ und unter Nutzung der Möglichkeiten des § 17 IV OWiG über das Bußgeld die Vorteile, die Schaeffler aus der Tat gezogen hat, abschöpft. Einzuräumen ist freilich, dass auch ein hohes Bußgeld nicht die Palette der Verteidigungsmöglichkeiten des Continental-Vorstands erweitern würde: hier bleibt wohl nur die Suche nach dem weißen Ritter bzw. der Versuch, die Übernahme im Interesse der Altaktionäre zu verteuern. Allerdings dürfte die Zahl der in Betracht kommenden potentiellen konkurrierenden Bieter wohl relativ klein sein, da Finanzinvestoren von der bereits hohen Verschuldung abgeschreckt werden und industrielle Erwerber nicht unbedingt das Wohlwollen der Kunden der Continental finden werden.

---

<sup>1</sup> Angebotsunterlage S. 15 f.