Frankfurt School – Working Paper Series

No. 100

Schaeffler KG/Continental AG im Lichte der CSX Corp.-Entscheidung des US District Court for the Southern District of New York

- Meldepflichten bei öffentlichen Übernahmen und deren Umgehung durch Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten -

by

Kay-Michael Schanz

Christoph Schalast (Hrsg.)

Juli 2008



Frankfurt School of Finance & Management
Bankakademie | HfB

Sonnemannstr. 9 – 11 60314 Frankfurt am Main, Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008 0 Fax: +49 (0) 69 154 008 728
Internet: *www.frankfurt-school.de*

Abstract

This report analyses the possibility to outflank disclosure obligations under the German Securities Trading Act as well as the German Takeover Act by using derivative instruments in the context of the attack of Schaeffler KG on Continental AG.

Irrespective of a limited knowledge of the complete facts it comes to the conclusion that, under certain conditions, there are good reasons to assume violations of legal obligations that would entitle the Federal Financial Supervisory Authority to fix hefty fines but not to prohibit the offer.

Key words: Public Takeovers, Hostile Takeovers, Notification Requirements, Cash-settled Equity Total Return Swaps, Cash Swaps, Equity Options, Options, Mandatory Offer, Insider Trading, Capital Markets, Regulated Markets, Tender Offer, Tender Offer Rules, Announcement Obligations, Securities Trading Act, Takeover Act, Schaeffler, Contigummi, Continental, BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, CSX, The Children´s Investment Fund Management, TCI

JEL classification: K12, K19, K22, K29

ISSN: 14369753

Contact:

Dr. jur. Kay-Michael Schanz
Schalast & Partner
Mendelssohnstraße 75 – 77
D – 60325 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 9758 31 0
Fax: +49 69 9758 31 20
kay.schanz@schalast.com
www.schalast.com

Prof. Dr. jur. Christoph Schalast
Academic Director
Master of Mergers & Acquisitions (LL.M.)
Frankfurt School of Finance & Management
Sonnemannstraße 9 – 11
D – 60314 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 9758 31 0
Fax: +49 69 9758 31 20
c.schalast@frankfurt-school.de

Content

Vorwort 4

Executive Summary 5

Einleitung 6

1 Ausgangslage 7

1.1 Angebot / Sachverhalt 7
1.2 Rechtsfragen und Relevanz 9

2 Verpflichtungen nach WpHG 10

2.1 Rechtsgrundlage 10
2.2 Effektive Aktien und Optionen 11
2.3 Cash Swaps 12
2.3.1 Funktionsweise 13
2.3.2 CSX 14
2.3.3 Rechtliche Würdigung nach deutschem Recht 16
2.4 Abgestimmtes Verhalten 21
2.5 Mitteilungspflichten der Banken 24

3 Pflichten nach WpÜG 25

3.1 Pflichtangebot 25
3.2 Veröffentlichungs- und Meldepflichten 26

4 Fazit 29

Vorwort

Der Übernahmekampf um die Continental AG beschäftigt nunmehr seit Wochen die Medien: Kann eine (feindliche) Übernahme – versteckt hinter dem Finanzierungsinstrument von Swap-Geschäften – unter Umgehung der geltenden Meldepflichten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) angebahnt werden?

Diese Frage hat – unabhängig davon, dass entsprechende Aufgreifpflichten durch das gerade beschlossene Risikobegrenzungsgesetz weiter verschärft werden – grundlegende Bedeutung und wurde bisher weder von der BaFin noch von einem Gericht abschließend beurteilt. Umso mehr verwundert es, dass die Schaeffler KG nach der FAZ vom 31.07.2008 durch einen Sprecher behaupten lässt, außer den „Conti-Anwälten" beziehungsweise von „Conti" beauftragten Gutachtern gäbe es „keinen namhaften Juristen, der das Vorgehen Schaefflers für gesetzwidrig halte". Ob die Gesetzeslage, wie von Schaeffler behauptet, wirklich so eindeutig ist, hinterfragt der nachfolgende Arbeitsbericht von Kay Schanz. Die Untersuchung ist dabei nicht nur ein Beitrag zur laufenden Diskussion, sondern behandelt darüber hinaus auch rechtsvergleichend die vor kurzem veröffentlichte CSX Corp.-Entscheidung des US District Courts for the Southern District of New York. Denn in einer globalisierten Welt mit mehrfachen Börsennotierungen und internationaler Geschäftstätigkeit stellen sich heute Fragen nicht mehr nur national, sondern regelmäßig auch grenzüberschreitend. Kay Schanz ist dabei wie kaum ein anderer dazu berufen, zu der Fragestellung Stellung zu nehmen, denn er hat in seinem, im letzten Jahr bei C.H. Beck in dritter Auflage erschienen, Grundlagenwerk „Börseneinführung" die zugrunde liegenden Fragen bereits ausführlich aufbereitet. Seit Jahren hält er darüber hinaus im Studiengang Mergers & Acquisitions der Frankfurt School of Finance & Management Vorlesungen zu der Thematik. Der Autor und auch der Herausgeber freuen sich auf die Diskussion mit den Lesern des Arbeitsberichts.

Frankfurt am Main, Juli 2008

Christoph Schalast

Executive Summary

Der Sachverhalt hinsichtlich des Versuchs der Schaeffler Gruppe, eine maßgebliche Beteiligung an der Continental AG zu erwerben, ist bislang nur eingeschränkt öffentlich bekannt. Trotzdem sind Zweifel angebracht, ob das gewählte Vorgehen tatsächlich rechtlich zulässig ist. Im Vordergrund der Bedenken steht die juristische Qualifikation sogenannter „cash-settled equity total return swaps“ und damit die Frage, ob diese bzw. die von der Gegenseite dieser Instrumente zur Absicherung eingesetzten Aktien der Schaeffler-Gruppe zugerechnet werden können, was bereits vor Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes zu einer Meldepflicht Schaeffler´s geführt hätte.

Im Ergebnis spricht vieles dafür, eine Zurechnung dann zu bejahen, wenn die Banken, mit denen die Schaeffler-Gruppe die besagten Swaps abgeschlossen hat, ihre hieraus resultierenden Short Positionen mit Aktien der Continental AG abgesichert haben, da sie diese dann „für Rechnung des Meldepflichtigen“ i.S.d. § 22 I 1 Nr. 2 WpHG halten. Diese Zurechnung hätte eine unverzügliche Meldepflicht nach § 21 I WpHG begründet. Darüber hinaus besteht der Verdacht, dass auch Meldepflichten, die sich aus dem WpÜG ergeben, verletzt wurden.

Sollten tatsächlich solche Meldepflichten verletzt worden sein, so würde dies Ordnungswidrigkeiten darstellen, mit der Folge, dass ein Bußgeld zu verhängen wäre. Bei der Festsetzung dessen Höhe ist die BaFin nicht durch die in WpHG bzw. WpÜG genannten Beträge beschränkt, vielmehr sollen nach OWiG die Vorteile, die der „Täter“ durch die Tat begangen hat, abgeschöpft werden, womit hier ganz andere Dimensionen erreicht werden. Interessant ist dabei auch die Frage, inwieweit hier gegen die mitwirkenden Banken vorzugehen ist. Ungeachtet eventuell zu verhängender Bußgelder bietet der Sachverhalt keine Grundlage für eine Untersagung des Angebots. Im Ergebnis bleibt Continental daher nur eine sehr eingeschränkte Palette von Möglichkeiten der Verteidigung.

Einleitung

Das Übernahmeangebot der Herzogenauracher Schaeffler KG zum Erwerb von Aktien der Hannover Continental AG führte schon aufgrund der schieren Dimension der beabsichtigten Transaktion zu einer heftigen Diskussion in einer von Börsenschwäche, Subprime-Krise und Preisexplosion für Energie und andere Rohstoffe frustrierten Öffentlichkeit. Wieder machte ein Familienunternehmen mit dem Versuch eines feindlichen, weil nicht mit dem Management des Zielunternehmens abgestimmten, Erwerbs Schlagzeilen, das bereits im Jahre 2001 mit der erfolgreichen, gleichfalls unfreundlichen Übernahme der FAG Kugelfischer AG Aufsehen erregt hatte. Mit der Continental AG, immerhin der weltweit viertgrößte Kfz-Zulieferer, wurde ein DAX-Wert Opfer der Begierde, auf den bereits im Jahre 1990 die Pirelli & Co. SpA einen – letztendlich gescheiterten – Angriff lanciert hatte, der – vor Ausbrechen der die Private Equity-Märkte massiv belastenden Subprime-Krise - aber auch im September 2006 als erster DAX-Wert als konkretes Ziel von Beteiligungsgesellschaften[1] im Gespräch war.

In juristischer Hinsicht wirft das Vorgehen eine Vielzahl von Fragen auf, da hier – soweit öffentlich bekannt erstmals bei einer öffentlichen Übernahme in der Bundesrepublik – mit sogenannten „cash-settled equity total return swaps“ ein aus dem angelsächsischen Rechtskreis stammendes Instrument eingesetzt wurde, das außerhalb spezialisierter Fachkreise hierzulande bislang weitgehend unbekannt war und dessen kapitalmarkt- und übernahmerechtliche Einordnung und Würdigung nicht abschließend geklärt ist[2]. 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.[3] ein Urteil gefällt, in dem es um weitgehend vergleichbare Fragen ging. 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 Risikobegrenzungsgesetz[4] wird die Qualifizierung von „cash-settled equity total return swaps“ (im folgenden auch „Cash Swaps“) über den Einzelfall Schaeffler/Contigummi hinaus massive Auswirkungen auf die Strukturierung von Angriffen auf notierte Unternehmen und damit auch die bestehenden Verteidigungsmöglichkeiten haben.

[1] Vgl. hierzu *Student/Werres*, MM 1/2006 vom 15.12.2006, S. 36; Conti-Übernahmeversuch - Bain Capital war treibende Kraft, HB vom 20.9.2006.

[2] 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.

[3] 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).

[4] RegE vom 24.10.2007, BT-Drucks 16/7438 vom 7.12.2007.

1 Ausgangslage

1.1 Angebot / Sachverhalt

Am 15. Juli 2008[5] gab die Schaeffler KG[6] die Absicht bekannt, an alle Aktionäre der dreimal größeren Continental AG[7] ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu 69,37 Euro je Aktie in bar – mindestens jedoch zum „BaFin-Mindestpreis“[8] – abzugeben, womit die hoch verschuldete Continental AG mit über 11 Mrd. Euro[9] 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.[10]

Laut Pressemitteilung[11] der Schaeffler Gruppe verfügte diese 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[12] „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 An-

[5] Schaeffler hatte bereits am 14. Juli auf Nachfrage nach Zeitungsberichten Interesse an einem Engagement bei Conti offiziell bestätigt, aber keinerlei Details genannt.

[6] Die Schaeffler-Gruppe ist nach der schwedischen SKF AB der weltweit zweitgrößte Wälzlager-Konzern. Der familiengeführte Konzern fertigt Lager unter anderem für Maschinen, Anlagen, die Automobilindustrie sowie die Luft- und Raumfahrt. Im Jahr 2007 erwirtschaftete die Schaeffler-Gruppe mit ihren drei Marken INA, LuK und FAG und ihren weltweit 66.000 Beschäftigten einen Umsatz von 8,9 Milliarden Euro.

[7] Der Continental-Konzern beschäftigt derzeit rund 150.000 Mitarbeiter an nahezu 200 Standorten in 36 Ländern und strebt für 2008 einen Umsatz von mehr als 26 Milliarden Euro an. Zu seinen Produkten zählen Bremssysteme, Systeme und Komponenten für Antrieb und Fahrwerk, Instrumentierung, Infotainment-Lösungen, Fahrzeugelektronik und Reifen.

[8] Dieser entspricht dem gewichteten durchschnittlichen Kurs der Continental-Aktie im XETRA- und Parketthandel der vergangenen drei Monate und damit der gemäß WpÜG als angemessen angesehenen Gegenleistung.

[9] Die hohen Verbindlichkeiten sind maßgeblich darauf zurückzuführen, dass Continental erst im Dezember 2007 die Siemens-Sparte VDO für rund 11,4 Mrd. Euro gekauft hatte.

[10] 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.

[11] 2008-07-15 | 000-001-354 DE-DE, veröffentlicht unter http://www.fag.de/content.fag.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2944383.

[12] 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.

nahmefrist 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."



Quelle: Comdirect

Continental lehnte am 16. Juli 2008 – wie auch während eines vorangegangenen diesbezüglichen Gesprächs zwischen den Parteien am 14. Juli – das Übernahmeangebot mit der Begründung ab, es spiegele den wahren Wert des Unternehmens nicht annähernd wider, auch überzeuge die industrielle Logik nicht, wohingegen von Kunden und anderen Branchenexperten ein Zusammengehen durchaus positiv gesehen wurde. Das in der Sache zumindest anfangs wohl auch nicht einige Management von Continental warf Schaeffler – an Naivität kaum zu übertreffen – Egoismus, Selbstherrlichkeit und Verantwortungslosigkeit vor, und rief die BaFin zum Einlenken auf, die sich zunächst in Schweigen hüllte, dann aber das Erwerbsangebot der Schaeffler AG billigte, das schließlich am 30. Juli 2008. d.h. deutlich vor der gesetzlichen Frist veröffentlicht wurde. In diesem Zusammenhang soll eine Sprecherin der BaFin nach einer Pressemitteilung[13] erklärt haben, „die noch laufende Prüfung der sogenannten Swap-Geschäfte" […] „habe keinen direkten Zusammenhang mit der Übernahme", was zugegebenermaßen eine gewisse Verwunderung auslöste.

[13] Übernahme-Poker um Continental, HB vom 30.7.2008.

1.2 Rechtsfragen und Relevanz

Im Vordergrund der juristischen Auseinandersetzungen steht die Frage, wie die von Schaeffler abgeschlossenen Cash Swaps kapitalmarkt- und übernahmerechtlich einzuordnen sind. Dabei geht es zum einen darum, 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. Zum anderen stellt sich die Frage, ob bzw. ab wann Schaeffler 30 Prozent der Stimmrechte hält, d.h. die Kontrolle i.S.v. § 29 II WpÜG erlangt (hat) und daher nach §§ 35 II, 29 II WpÜG zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet ist (war).

Hinsichtlich des Pflichtangebots ist offensichtlich, dass ein solches im vorliegenden Fall spätestens dann abzugeben ist, wenn Schaeffler insoweit mit seiner Strategie obsiegt und mehr als dreißig Prozent der eigentlichen Stimmrechte, d.h. Aktien hält, so dass der Zeitpunkt des Vorliegens der Voraussetzungen für das Pflichtangebot hier im Vordergrund steht. Demgegenüber wird in Hinblick auf die Meldepflichten in der Presse 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 faktisch unmöglich machen 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, was in diesem Zusammenhang tatsächlich vernachlässigbare Beträge darstellt[14], wäre – nach einer in der Presse zitierten BaFin-Sprecherin[15] – ein Verstoß für Schaeffler nach derzeitigem Recht allenfalls mit minimalen Risiken behaftet, zumal auch zu befürchtende Reputationsschäden deutlich von der Bewunderung für eine erfolgreiche Schlitzohrigkeit übertroffen würden und eine Verletzung der Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG bzw. der nach § 10 WpÜG zumindest dann keinen Grund für eine Untersagung eines Angebots nach § 15 WpÜG darstellt, wenn sie nicht mehr fortdauert.[16]

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.[17] Darüber hinaus ist der Mitteilungspflichtige potenziellen Schadensersatzansprüchen ausgesetzt. Die §§ 21 ff. WpHG haben neben ihrem kapitalmarktschützenden Charakter auch unmittelbare Schutzwirkung für die Anleger und sind demnach als

[14] Zumindest für Schaeffler. Für mitwirkende Banken als Tatbeteiligte hätte ein Bußgeld demgegenüber eine relativ andere Dimension. Vgl. hierzu MüKo AktG *Schaal*, § 60 Rdnr. 8.

[15] *Beunink*, Conti steht langer Abwehrkampf bevor, ddp vom 17. Juli 2008, http://de.biz.yahoo.com/17072008/336/conti-steht-langer-abwehrkampf-bevor-bafin-uebernahme-schaeffler-gruppe-verhindern.html.

[16] FraKo *Walz* § 10 Rdnr. 68; MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 102 hinsichtlich der Pflichten nach § 10 WpÜG.

[17] Näher hierzu KöKo WpHG *Altenhain*, § 39 Rdnr. 63.

Schutzgesetz i.S.d. § 823 II BGB anerkannt, was hinsichtlich § 10 WpÜG – wohl zu Unrecht - bestritten wird[18]. Die Zielgesellschaft wie auch derzeitige oder künftige Aktionäre können daher bei einer schuldhaften Verletzung der Meldepflichten - sei es durch völliges Unterlassen, sei es durch nicht richtige oder zu späte Mitteilung - hierdurch entstehende Schäden vom Meldepflichtigen ersetzt verlangen.[19]

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[20] 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),
- an denen zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist (I Nr. 4), 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 Risikobegrenzungsgesetz – eine Zusammenrechnung mit den Beteiligungen nach den §§ 21 und 22 WpHG nicht statt.

[18] FraKo *Walz,* § 10 Rdnr. 68. Näher hierzu MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 102.
[19] Näher hierzu *Schanz*, Börseneinführung, S. 652.
[20] 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 Wortlaut 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[21] genannten Fall des Rückerwerbs von Aktien, die an einen Dritten übereignet wurden, beschränkt ist.[22] 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[23], zumal eine differenzierende Betrachtung hier 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 gekomme-

[21] BegrRegE BT-Drs 12/6679, S. 54.

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

[23] 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.

nen, aber noch nicht erfüllten Schuldvertrages (i.d.R. Kaufvertrag) anzunehmen ist.[24] 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[25] 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[26] 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[27] 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.

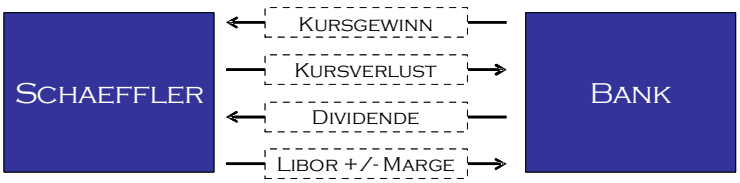
2.3 Cash Swaps

Im Fokus der juristischen Auseinandersetzung steht damit die Frage, wie die eingesetzten Cash Swaps in diesem Zusammenhang einzuordnen sind, die – soweit ersichtlich – in der Bundesrepublik nur vereinzelt Gegenstand einer rechtlichen Würdigung[28], nicht aber Gegenstand eines Rechtsstreits waren. In Anbetracht der skizzierten Verschärfungen des WpHG durch das Risikobegrenzungsgesetz 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.

[24] MüKo AktG *Bayer*, a.a.O.
[25] BegrRegE BT-Drs. 14/7034, S. 54. Auch die Regierungsbegründung zum Risikobegrenzungsgesetz 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.
[26] Hier wird ausgeführt, dass diese „Vorschrift […] eine Zurechnung im Falle dinglich ausgestalteter Optionen vorsieht". BT Drs. 16/2498 zu Nummer 13 (§ 25).
[27] 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.
[28] KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 87.

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 (z.B. jährlich, halbjährlich oder monatlich) 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[29] 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[30] und - vor allem – im Falle eines Rückgangs des Kurses des Basiswerts die Differenz zwischen den beiden Kursen, wiederum multipliziert mit der vereinbarten Aktienzahl. In finanzieller Hinsicht[31] 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. Stimmrechte werden über den Cash Swap als solchen nicht übertragen, sie bleiben vielmehr beim Eigentümer der Aktien, d.h. der Short Position.[32]



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 des Swaps veräußert werden, was in der Presse zu Mutmaßungen hinsichtlich stillschweigender Übereinkünfte und einer „augenzwinkernden" Umgehung der Meldevorschriften führt.[33]

[29] Hier: Stammaktien der Continental AG.
[30] Üblicherweise Libor zuzüglich einer vereinbarten Marge.
[31] Ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten.
[32] KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 87. Sofern diese Partei des Swaps überhaupt Aktien halten sollte.
[33] *Fehr*, ftd vom 15.7.2008.

2.3.2 CSX

Vergleichbar zu den Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG bzw. §§ 20 ff. AktG existieren in den USA Verpflichtungen nach dem Williams Act, wonach auch jeder wirtschaftliche Eigentümer / Nießbrauchsberechtigte ("beneficial owner[34]") von Aktien, die unter dem Securities Exchange Act of 1934 registriert sind, bei Überschreiten einer Schwelle von 5 Prozent innerhalb von 10 Kalendertagen eine Mitteilung an die SEC[35] machen muss. Auch hier erfolgt unter bestimmten Voraussetzungen eine Zurechnung von Aktienbeständen mehrerer Aktionäre, insbesondere, wenn sie zusammenwirken („acting as a group[36]"). Auch hier ist ungeklärt, ob und unter welchen Bedingungen Cash Swaps solche Verpflichtungen begründen können.

So musste der United States District Court for the Southern District of New York in dem insoweit durchaus vergleichbaren Fall CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, et al., kürzlich in erster Instanz[37] entscheiden, unter welchen Voraussetzungen zwei Hedgefonds aufgrund ihres Zusammenwirkens im spezifischen Fall als eine „group" unter dem Williams Act anzusehen sind und ob eine Long Position in einem Cash Swap eine "beneficial ownership" mit entsprechenden Meldepflichten vermittelt. Wenngleich auch im Falle Schaeffler/Continental das Thema „forming a group" i.S. eines abgestimmten Verhaltens eine Rolle spielt, sind die diesbezüglichen Erwägungen im Falle CSX weniger relevant, weil es dort um die weitgehend gleichgerichteten Interessen von als Eigenkapitalinvestoren fungierenden Hedgefonds geht, wohingegen sich hier die Frage stellt, ob auch zwischen Aktionär und Banken als Stillhalter einer Option bzw. Gegenpartei eines Swapvertrages ein Acting in Concert stattfindet, was deutlich andere Aspekte aufwirft.

Interessant für Schaeffler/Continental sind aber die Überlegungen hinsichtlich der „beneficial ownership", wo das Gericht überzeugende Hinweise dafür sah, dass TCI und 3G Capital Partners über die für eine „beneficial ownership" erforderlichen Stimmrechte (!) und die ebenfalls notwendige Verfügungsgewalt innehatten. So stellte es fest, dass die Hedgefonds aufgrund der üblichen Deckungskäufe von Parteien, die im Rahmen von Cash Swaps eine Short Position einnehmen, wussten, dass ihr Abschluss von Cash Swaps die jeweilige Gegenpartei veranlassen musste, ihr Position durch Kauf entsprechender effektiver Stücke abzusichern. Auch hätten die Fonds gewusst, dass sie die Möglichkeit hätten, die Banken bei Beendigung des Cash Swaps zum Verkauf deren als Absicherung gehaltenen Aktien zu veranlassen.[38]

Hinsichtlich des in diesem Zusammenhang zweiten Aspekts, der Einflussmöglichkeiten („voting power"), stellte das Gericht fest, dass TCI im Laufe der Zeit seine Cash Swaps auf zwei Banken konzentrierte, wohingegen der Fonds zuvor 8 unterschiedliche Vertragsparteien hatte.

[34] Nach Rule 13d-3 gilt hinsichtlich der Sections 13(d) und 13(g) des Exchange Act, dass „a beneficial owner of a security includes any person who, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares (i) voting power which includes the power to vote, or to direct the voting of, such security; and/or (ii) investment power which includes the power to dispose, or to direct the disposition of, such security."

[35] Securities and Exchange Commission.

[36] Section 13(d) Securities Exchange Act.

[37] Das Urteil wurde von beiden Parteien angefochten.

[38] Mit den Worten des Gerichts: „TCI manifestly had the economic ability to cause its short counterparties to buy and sell the CSX shares."

Hier sah es deutlich gestiegene Einflussmöglichkeiten der Hedgefonds auf die beiden verbliebenen Banken infolge bestehender Verbindungen und gemeinsamer Interessen. Ungeachtet der beim Gericht daher wohl bestehenden Neigung, eine "beneficial ownership" i.S.v. Rule 13d-3(a) anzunehmen, verzichtete es letztendlich auf eine endgültige diesbezügliche Entscheidung, da es eine solche „beneficial ownership" eindeutig unter dem Umgehungstatbestand der Rule 13d-3(b) als gegeben angesehen hat, nach der „[a]ny person who, directly, or indirectly, creates or uses a trust, … contract, arrangement, or device with the purpose or effect of divesting such person of beneficial ownership of a security or preventing the vesting of such beneficial ownership as part of a plan or scheme to evade the reporting requirements of [S]ection 13(d) … of the Act shall be deemed … the beneficial owner of such security." Dabei stellte das Gericht maßgeblich darauf ab, dass die Hedgefonds beim Abschluss der Cash Swaps in dem klaren Bestreben gehandelt hätten, „to evade the reporting requirements of [S]ection 13(d)" und „to conceal … precisely what Section 13(d) was intended to force into the open", zumal es Beweise dafür gab, dass TCI´s CFO gegenüber seinem Board of Directors die Verwendung der Cash Swaps mit „the ability to purchase without disclosure to the market or the company" begründet hatte. Darüber hinaus berief sich das Gericht auf E-Mails der Hedgefonds-Manager, in denen auf die Notwendigkeit hingewiesen wurde, dass jede der Banken, mit denen Swaps abgeschlossen wurden, unterhalb der meldepflichtigen 5 %-Schwelle bleiben müsse.

Interessanterweise vertraten sowohl die SEC als auch die ISDA[39] und die SIFMA[40] als amici curiae in einer Stellungnahme auf Einladung des Gerichts maßgeblich abweichende Meinungen, was den Ausgang der zweiten Instanz völlig offen lässt. So widersprach die SEC u.a. der Qualifizierung der Fonds als „beneficiary owner", da der Einfluss der Partei, die in einem Swap die Long Position innehat, nicht der "voting power" oder der "investment power" i.S.v. Rule 13d-3 gleichzusetzen ist.[41] Auch einen Umgehungstatbestand i.S.d. Rule 13d-3(b) sah die SEC nicht als gegeben an.

[39] International Swaps and Derivatives Association, Inc.

[40] Securities Industry and Financial Markets Association.

[41] "As a general matter, economic or business incentives, in contrast to some contract, arrangement, understanding, or relationship concerning voting power or investment power, between the parties to an equity swap, are not sufficient to create beneficial ownership under Rule 13d-3. We start with the recognition that a standard cash-settled equity swap agreement, in and of itself, does not confer on a party, here the investment fund, any voting power or investment power over the shares a counterparty purchases to hedge its position. In our view, that conclusion is not changed by the presence of economic or business incentives that the counterparty may have to vote the shares as the other party wishes or to dispose of the shares to the other party. While such incentives may exist, when the counterparty chooses to act in these areas in circumstances where it is unconstrained by either legal rights held by the other party or by any understanding, arrangement, or restricting relationship with the other party, it is acting independently and in its own economic interests. The more reasonable interpretation of the terms "voting power" and "investment power" as used in the Rule, which are based on the concept of the actual authority to vote or dispose or the authority "to direct" the voting or disposition, is that they are not satisfied merely by the presence of economic incentives."

2.3.3 Rechtliche Würdigung nach deutschem Recht

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[42] als solche keinerlei Regelung dergestalt, dass diese eine der Parteien zu irgendeinem Zeitpunkt zur Übertragung oder auch Abnahme von Aktien oder Stimmrechten zwingen.[43] Solche Rechte oder Pflichten bedürften daher einer darüber hinausgehenden Zusatzvereinbarung, die separat zu würdigen wäre.

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[44] 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[45]. 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 zusammenkommen"[46], 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 zu Schaeffler mit der Folge einer Mitteilungsverpflichtung schon deshalb ausscheiden, wenn alle in Betracht kommenden Zurechnungstatbestände eine Übertragung bzw. Vermittlung von Stimmrechten voraussetzen

[42] Vgl. auch Financial Services Authority, Disclosure of Contracts for Difference, Consultation and draft Handbook text, S. 33 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf).
[43] Vgl. KöKo WpHG von Bülow, § 22 Rdnr. 87.
[44] Zur Bedeutung des abgestimmten Verhaltens vgl. nachstehend 2.4.
[45] In der besagten Studie der FSA ist PWC 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).
[46] *Wadewitz*, BZ vom 16.7.2008.

würden. Dies ist indes nicht der Fall, unabhängig davon, dass – im Gegensatz zu §§ 20 ff. AktG[47] – 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.

- 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.[48] 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.[49] Wichtigster Anwendungsfall in der Praxis ist neben dem sogenannten Durchstellgeschäft – der Dritte kauft im Auftrag des Unternehmens die Anteile und ist gemäß § 667 BGB zur Herausgabe verpflichtet – die Treuhand[50], wobei es nach richtiger Auffassung keinen Unterschied macht, inwieweit der Treugeber dem Treuhänder gebunden ist oder nicht. Entscheidend ist vielmehr allein, ob den Treugeber 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.[51] 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[52], 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.[53] 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 ge-

[47] Diese knüpfen unabhängig von den Stimmrechten nur am Gesamtkapital an.
[48] So wohl auch *Habersack*, vgl. Juve Nachrichtendatenbank vom 30.7.2008.
[49] MüKo AktG *Bayer*, § 22 Anh. § 22 WpHG Rdnr. 17.
[50] Dabei ist die hier nicht einschlägige Sicherungstreuhand speziell unter § 22 I 1 Nr. 3 WpHG geregelt.
[51] MüKo AktG *Bayer*, § 16 Rdnr. 47 m.w.N.
[52] So für die Parallelnorm des § 30 WpÜG *Steinmeyer,* in: *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 30 Rdnrn. 12 f.; *Diekmann*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG § 30 Rdnr. 32.
[53] *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 30 Rdnrn. 13.

neigt sind, „Bitten“ von Schaeffler hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts nachzukommen.

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 auseinander gesetzt haben. Dabei wurde unter Hinweis auf eine Studie, die PricewaterhouseCoopers LLP im Jahre 2007 im Auftrag der britischen FSA[54] 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 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[55], da Nr. 2 ausdrücklich voraussetzt, dass die dem Dritten gehörenden Aktien von „ihm“ für Rechnung des Melde-

[54] Financial Services Authority.

[55] Zum insoweit vergleichbaren Sachverhalt der „Ketten-Wertpapierleihe“ vgl. MüKo AktG *Bayer*, § 22 Anh. § 22 WpHG Rdnr. 22; KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 85.

pflichtigen 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[56], 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 Kommentarliteratur 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.[57] Diese – hiermit entscheidende – Argumentation überzeugt nicht, da es unbeachtlich ist, ob zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten ein gesetzliches oder ein rechtsgeschäftliches Rechtsverhältnis besteht.[58] 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,[59] ist hier vielmehr allein entscheidend, ob den Meldepflichtigen im Ergebnis die wirtschaftlichen Folgen treffen.

[56] KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 52.
[57] 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.
[58] *Assmann/Schneider* WpHG, § 22 Rdnr. 43. A.A. für § 30 I Nr. 2 WpÜG: *Riehmer*, in: *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, Öffentliche Übernahmeangebote, § 30 Rdnr. 32.
[59] MüKo AktG *Bayer*, § 16 Rdnr. 47 m.w.N.

Außerdem ist anerkannt, dass eine Zurechnung selbst dann erfolgt, wenn der Meldepflichtige nur einen Teil der wirtschaftlichen Chancen und Risiken trägt.[60] 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[61], 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[62] daher nicht angezeigt.

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 – entgegen der Meinung des erstinstanzlichen Gerichts in Sachen CSX – 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.

- 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 Be-

[60] 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 Bezugschance 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 Deutsche Bank zunächst an dem Angriff auch beteiligt war, sich dann aber zurückgezogen hat. Maier, ftd vom 16. Juli 2008.

[61] 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, ABlEG Nr. L 348 v. 17.12.1988 (Transparenz-Richtlinie).

[62] *Assmann/Schneider* WpHG, Vor § 21 Rdnr. 23.

stehen eines Nießbrauchs[63] 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“[64], 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 im „Wettlauf zwischen der normativen Erfassung der Offenlegungstatbestände einerseits und den Konflikt- und Vermeidungsstrategien andererseits“ im Zweifel gebotenen Offenlegung und daher angesagten weiten Auslegung der §§ 21 ff. WpHG mit dem Ziel einer größtmöglichen Transparenz des Marktgeschehens steht trotz einer durchaus zu befürwortenden Gleichbehandlung dieser hier das Analogieverbot nach Art. 103 II GG, § 3 OWiG entgegen.[65]

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 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.

Nach § 22 II 1 WpHG in seiner Anfang Juli 2008 geltenden und hier maßgeblichen Fassung werden einem Meldepflichtigen auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien des Emittenten in voller Höhe zugerechnet, mit der der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf den Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt. Ausgenommen sind Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten in Einzelfällen. Diese Version stellt schon eine deutliche Verschärfung gegenüber der bis September 1998 geltenden Fassung[66] dar, da hierdurch ausweislich der Regierungsbegründung alle Verhaltensweisen erfasst werden sollten, die international als „Acting in Concert“ bezeichnet werden[67], womit in Anbetracht des Fehlens eines solchen international einheitlich verstande-

[63] 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.
[64] BT-Drs. 12/6679, S. 53 f.
[65] *Assmann/Schneider* WpHG, Vor § 21 Rdnrn. 23 ff., 28.
[66] Vgl. hierzu KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 144.
[67] BegrRegE zu § 30 Abs. 2 WpÜG, BT-Drs 14/034, S. 70 i.V.m. S. 54.

nen Begriffs[68] aber mehr Unklarheit geschaffen als Hilfestellung bei der Auslegung der Norm geleistet wurde.

Ungeachtet dessen ist nach der maßgeblichen Gesetzesfassung unklar, ob ein abgestimmtes Verhalten von Schaeffler einerseits und den Banken andererseits i.S.d. § 22 II 1 WpHG vorliegt. Anknüpfungspunkt hierfür wäre nicht das jeweilige Swap- oder Optionsgeschäft[69], sondern allenfalls die zur Absicherung der hieraus resultierenden Risikoposition erworbene Gegenposition, wo nur auf effektive Aktienpositionen, nicht aber auf sonstige Instrumente abgestellt werden könnte. Während hier wohl in Abgrenzung zu einem reinen, unschädlichen Parallelerwerb ein abgestimmtes Verhalten zumindest in „sonstiger Weise" vorliegen dürfte, ist weniger eindeutig, inwieweit diese Abstimmung auch „in Bezug auf den Emittenten" erfolgt. Hierunter ist nämlich vorrangig die abgestimmte Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung der AG zu verstehen.[70] Ob und wieweit auch die Abstimmung über die Ausübung anderer Verwaltungsrechte erfasst wird, ist ebenso streitig wie die Erstreckung auf Maßnahmen, die sich bloß faktisch auf die Struktur, die Geschäftspolitik oder die Besetzung der Organe direkt oder indirekt auswirken.[71] Wie sich aus der Gesetzesbegründung zur Parallelnorm des § 30 II WpÜG ergibt, die „ergänzend" auf § 2 V WpÜG verweist[72], kann auch nach altem Recht der abgestimmte Erwerb von Aktien der Gesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen tatbestandsrelevant sein[73]: Nach § 2 V WpÜG sind gemeinsam handelnde Personen solche, die ihr Verhalten in Hinblick auf ihren Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft oder ihre Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft mit dem Bieter abstimmen.

Vor diesem Hintergrund spricht einiges dafür, dass - entgegen dem BGH[74] - auch ein abgestimmtes Verhalten der Meldepflichtigen hinsichtlich des Erwerbs von Aktien für ein Acting in Concert ausreicht. Dabei ist – und bleibt auch nach dem durch das Risikobegrenzungsgesetz geänderten § 22 II 1 WpHG bzw. § 30 II WpÜG – ungeklärt, wie weit diese Abstimmung gehen muss, da Schaeffler mit den Banken bei Abschluss der Cash Swaps sicherlich nicht eine Vereinbarung dergestalt getroffen hat, dass oder wie diese ihr Risiko absichern. Ungeachtet dessen musste es Schaeffler wie auch der Bank, die die Gesamtstrategie entwickelt und umgesetzt bzw. ihre Umsetzung koordiniert hat, klar sein, dass die die Swaps eingehenden bzw. Optionen schreibenden Banken nicht Short-Positionen in jeweils dreistelliger Millionenhöhe „ungehedged" lassen werden. Des Weiteren musste diesen bewusst sein, dass zum Zwe-

[68] Vgl. OLG München 27.4.2005 ZIP 2005, 856, 857; OLG Frankfurt 25.6.2004, WM 2004, S. 1638, 1642; von *Bülow/Bücker* ZGR 2004, S. 669, 670 ff; *Casper* ZIP 2003, 1469, 1471.

[69] Und schon gar nicht eine Kreditgewährung.

[70] KöKo WpÜG *von Bülow*, § 30 Rdnr. 114; *Dieckmann* in *Baums/Thoma* § 30 WpÜG Rdnr. 72; *Noack* in *Schwark* § 30 WpÜG Rdnr. 13; *von Bülow/Bücker* ZGR 2004 669, 698; *Casper* ZIP 2003, 1469, 1476; *Schockenhoff/Schumann* ZGR 2005, 568, 571 ff.; *Seibt* ZIP 2004, 1829, 1832; BGH JZ 2007, 311, 313 mit ablehnender Anmerkung *Engert*.

[71] MüKo AktG *Bayer*, § 22 Rdnr. 43 m.w.N.

[72] BegrReg zu § 30 Abs. 2 WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 54.

[73] *Diekmann* in *Baums/Thoma* § 30 WpÜG Rdnr. 82; *Riehmer* in *Haarmann/Riehmer/Schüppen* § 30 WpÜG Rdnr. 60; *Steinmeyer/Häger* § 30 WpÜG Rdnr. 44; *Berger/Filgut* AG 2004, 592, 603; *Mülbert* NZG 2004, 633, 637; *Pötzsche/ Möller* WM Sonderbeil. 2/2000, S. 3, 19; MüKo AktG *Bayer*, § 22 Rdnr. 43; a.A. zu Unrecht KöKo WpÜG *von Bülow*, § 30 Rdnr. 121 ff.

[74] II ZR 137/05.

cke der Absicherung schon in Anbetracht ihrer 1:1 Korrelation die tatbestandlich hier einzig relevante Continental-Aktie als eines der wichtigsten Absicherungsinstrumente in großem Umfang mit eingesetzt werden würde. Inwieweit dies für ein abgestimmtes Verhalten ausreicht, ist letztendlich nicht geklärt. Dafür spricht, dass es sich hier nicht um einen bloßen Parallelerwerb von Aktien handelt, der keine Stimmrechtszurechnung begründet[75], sondern dass hier die Parteien in einer gemeinsamen Strategie den Kauf der Aktien durch den jeweils anderen mitveranlasst bzw. zumindest mitgetragen haben.

Darüber hinaus muss auch nach Meinung der Befürworter dieser Ansicht der abgestimmte Erwerb von Aktien die Einflussnahme auf die Ausübung der fremden Stimmrechte vermuten lassen, was in Betracht kommt, wenn der abgestimmte Aktienerwerb als Vorstufe zu einer gemeinsamen Stimmrechtsausübung anzusehen ist. Hierfür wird ein unternehmerischer Gesamtplan der Meldepflichtigen in Bezug auf die Gesellschaft gefordert[76], wohingegen tatsächlich gleichgerichtete Interessen der Meldepflichtigen ebenso wenig ausreichen sollen wie ein Aktienerwerb, wenn die Aktionäre lediglich an der Erzielung einer hohen Rendite interessiert sind, nicht hingegen an der Einflussnahme auf die Zielgesellschaft[77]. Es ist offensichtlich, dass hier auf Seiten der Banken das eher kurzfristige Ertrags- bzw. Absicherungsinteresse im Vordergrund steht, nicht aber die langfristige Einflussnahme auf die Gesellschaft. Andererseits ist zu berücksichtigen, dass eine solche mit dieser temporären Zwischenschaltung der Banken über die Cash Swaps die Einflussnahme auf die Gesellschaft letztendlich von Schaeffler aber angestrebt wird und so durchaus argumentiert werden könnte, dass daher eine Zurechnung gerechtfertigt sei, zumal die vorgenannten Stimmen, die eine Einflussnahme bzw. gemeinsame Stimmrechtsausübung fordern, den Wortlaut des § 2 V WpÜG über Gebühr einschränken.

Einzuräumen ist freilich, dass dieser Ansicht des Verfassers hinsichtlich einer Befürwortung eines abgestimmten Verhaltens i.S.d. § 22 II WpHG / § 30 WpÜG (!) in Anbetracht der restriktiven Haltung des BGH, der – infolge einer Vernachlässigung der ergänzend auf § 2 V WpÜG verweisenden Gesetzesbegründung – das Acting in Concert mit Hinweis auf den Wortlaut der Norm ausdrücklich auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung beschränkt[78], für Schaeffler/Continental wenig praktische Bedeutung zukommen dürfte. Ungeachtet dessen ist darauf hinzuweisen, dass sich die Frage auch nach Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes, d.h. für künftige Fälle stellen wird, wenn in § 22 II WpHG wie auch in § 30 II WpÜG in ausdrücklicher Reaktion auf die restriktive Rechtsprechung des BGH in Satz 1 nach den Wörtern „in Bezug auf die Zielgesellschaft“ die Wörter „oder den Erwerb von deren Aktien“ eingefügt werden und der nachfolgende Satzteil gestrichen wird, selbst wenn noch der folgende Satz eingefügt wird: „Ein abgestimmtes Verhalten liegt vor, wenn der Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung der Zielgesellschaft dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen.“ Hiermit könnte bei einer Beibehaltung der vorgenannten Anforderungen

[75] MüKo AktG *Bayer*, § 22 Rdnr. 43.
[76] MüKo AktG *Bayer*, § 22 Rdnr. 43; ähnlich *Dieckmann* in *Baums/Thoma* § 30 WpÜG Rdnr. 82.
[77] MüKo AktG *Bayer*, § 22 Rdnr. 43; ähnlich *Dieckmann* in *Baums/Thoma* § 30 WpÜG Rdnr. 82; a.A. *Steinmeyer/Häger* § 30 WpÜG Rdnr. 44.
[78] Daher geht er auch bei Abstimmungsvorgängen allein innerhalb des Aufsichtsrats nicht von einer Abstimmung der Aktionäre in Bezug auf die Zielgesellschaft aus. BGHZ 169, 98 ff. Rdnr. 17.

hinsichtlich einer beabsichtigten gemeinsamen Stimmrechtsausübung ein Acting in Concert in vergleichbaren Fällen auch künftig in Abrede gestellt werden, auch wenn nach der klaren Intention des Gesetzgebers eine Abstimmung in Bezug auf einen Parallelkauf von Aktien ausreicht, sofern die beteiligten Aktionäre hinsichtlich des Aktienerwerbs bewusst übereinstimmende Interessen im Sinne des neuen § 22 II 2 WpHG wahrnehmen“[79], was hier ausreichen muss. Soweit versucht werden sollte, dem entgegenzuhalten, dass die jeweiligen Gegenparteien eines Cash Swaps die Aktien ausschließlich zur Absicherung ihres individuellen Risikos aus dem Swap erwerben, ist dem zu widersprechen: letztendlich ist die Hedge-Position Baustein einer übergeordneten gemeinschaftlichen Gesamtstrategie.

2.5 Mitteilungspflichten der Banken

Soweit Banken zur Absicherung von Cash Swaps Conti-Aktien oder Rechte auf solche halten, ist zunächst einmal davon auszugehen, dass die Swaps nach den vorliegenden Informationen jeweils maximal 2,999 Prozent des Grundkapitals der Continental AG ausmachen. Wenngleich sich hinsichtlich der von Schaeffler gehaltenen Option kein entsprechender Hinweis findet, ist davon auszugehen, dass auch hier eine entsprechende Aufteilung stattgefunden hat und damit keine der involvierten Banken 3 und mehr Prozent an Continental hält.

Damit sollte für die Banken zunächst aus einer Long Position keine Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG erwachsen. Auf das Vorliegen der bankenspezifischen Voraussetzungen für eine Nichtberücksichtigung von Stimmrechten nach § 23 WpHG kommt es daher wohl nur dann an, wenn eine Zurechnung wegen abgestimmten Verhaltens nach § 22 II WpHG vorliegen würde. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass Stimmrechte eines Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 23 I WpHG nur dann unberücksichtigt bleiben, wenn dieses die betreffenden Aktien im Handelsbestand hält oder zu halten beabsichtigt und dieser Anteil nicht mehr als 5 Prozent der Stimmrechte beträgt. Gleichzeitig muss es sichergestellt haben, dass die Stimmrechte aus den betreffenden Aktien nicht ausgeübt und nicht anderweitig genutzt werden, um auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen, was mit dem Acting in Concert einen Widerspruch in sich bedeutet. Da die Banken im Rahmen der Options- bzw. Swap-Geschäfte nicht in einer Funktion als Market Maker handeln, scheidet auch eine Nichtberücksichtigung der Stimmrechte nach § 23 IV WpHG aus.

Ein abgestimmtes Verhalten zwischen den Banken beurteilt sich nach den Maßstäben, die vorstehend für ein solches zwischen Banken und Schaeffler skizziert wurden: trotz guter Argumente, ein solches bereits nach maßgeblicher derzeitiger Rechtslage zu bejahen, wird der BGH ein solches durch die von ihm angenommene Notwendigkeit des Bezugs zur Hauptversammlung ablehnen. Bei vergleichbaren künftigen Fällen spricht vieles dafür, ein abgestimmtes Verhalten anzunehmen, was die Frage nach einer wechselseitigen Zurechnung mit entsprechenden problematischen Auswirkungen auf die Meldepflicht aufwirft[80]. Sofern hier argumentiert würde, dass die einzelnen Banken u.U. nichts von den Aktivitäten der jeweils an-

[79] RegBegr. zur Änderung des § 22 II WpHG, BT-Drs. 16/7438.
[80] Näher hierzu KöKo WpHG *von Bülow*, § 22 Rdnr. 175.

deren Banken wüssten, so wäre dem entgegenzuhalten, dass zumindest die Gegenpartei der Cash Swaps als „Initiator“ der Transaktion die „Klammer“ für die Zurechnung begründen würde, u.U. auch einzelne Banken selbst, z.B. die die Gesamttransaktion koordinierende Merrill Lynch.

3 Pflichten nach WpÜG

In übernahmerechtlicher Hinsicht stellt sich zum einen die Frage, ob die Schaeffler KG schon über eine Hinzurechnung der Cash Swaps zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet ist. Darüber hinaus erscheint zweifelhaft, dass sie ihren Veröffentlichungspflichten rechtzeitig nachgekommen ist.

3.1 Pflichtangebot

Die Zurechnungsvorschriften des § 30 I und II WpÜG entsprechen aufgrund des angestrebten Gleichlaufs[81] denen von § 22 I und II WpHG, so dass auch im Übernahmerecht Stimmrechte aus Aktien, die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Bieters gehalten werden (I Nr. 2), Stimmrechten des Bieters gleichgestellt sind. Darüber hinaus erfolgt nach § 30 II WpÜG auch hier eine Zusammenrechnung von Stimmrechten im Falle eines Acting in Concert.

Im Ergebnis lägen hier – vor Halten tatsächlicher Aktienbestände und zurechenbarer Optionspositionen – auch nach der vorstehend vertretenen Auffassung, die die Zurechenbarkeit gewisser Aktienpositionen der Banken gemäß § 22 I Nr. 2 WpHG und damit auch nach § 30 I Nr. 2 WpÜG bejaht[82], die quantitativen Voraussetzungen für ein Pflichtangebot nur dann vor, wenn die Banken die Gegenpositionen aus den Cash Swaps in nahezu voller Höhe durch Aktien der Continental AG, nicht aber andere Instrumente, abgesichert hätten, was unwahrscheinlich ist. Vielmehr ist anzunehmen, dass ein Teil der Shortpositionen der Banken nicht oder mit anderen Instrumenten abgesichert wäre, was bedeutet, dass die Banken insoweit keine Aktien „für Rechnung“ von Schaeffler halten.[83] Dies wiederum hat zur Folge, dass Schaeffler´s Aktienposition von 2,97 Prozent wohl nicht durch eine solche Zurechnung auf die nach § 29 II WpÜG erforderlichen 30 Prozent aufgestockt wird[84] und daher auch keine

[81] BT-Drs. 16/2498, S. 27.

[82] Nämlich der Aktien, die von den Gegenparteien der Cash Swaps als Hedge für ihre Shortpositionen und damit „für Rechnung“ der Schaeffler-Gruppe gehalten werden.

[83] Mangels einer ausreichend hohen zurechenbaren Aktienposition kann auch ein abgestimmtes Verhalten zwischen Banken und Schaeffler-Gruppe auch dann keine Kontrollposition begründen, wenn man wie vorstehend unter 2 2.4 eine weitergehende Meinung als der BGH vertritt.

[84] Der Vollständigkeit ist darauf hinzuweisen, dass eventuelle Aktienbestände, die Banken zur Absicherung von Optionen halten, nicht über § 30 I Nr. 2 WpÜG zugerechnet werden können, da diese nicht für Rechnung der Optionsinhaber gehalten werden: zum einen erfolgt bei Ausübung kein Cash-Settlement, sondern ggfs. eine Lieferung der Aktie selbst. Darüber hinaus würde „für Rechnung“ des Inhabers voraussetzen, dass dieser auch das volle Downside-Risiko trägt, was nicht der Fall ist.

Verpflichtung besteht, die Erlangung der Kontrolle nach § 35 I WpÜG zu veröffentlichen bzw. nach § 35 I WpÜG ein Pflichtangebot abzugeben.

3.2 Veröffentlichungs- und Meldepflichten

Übernahmerechtlich bleibt die Frage, ob die Schaeffler-Gruppe ihre Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 WpÜG rechtzeitig durch Bekanntgabe im Internet und über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem wie Reuters veröffentlicht[85] und vor dieser Veröffentlichung der BaFin und den Geschäftsführungen der Börsen, an denen Wertpapiere der Continental AG zum Handel zugelassen sind bzw. an denen Derivate hierauf gehandelt werden, mitgeteilt hat. § 10 I 1 WpÜG sieht vor, dass eine solche Veröffentlichung „unverzüglich" zu erfolgen hat, wobei unverzüglich nach der allgemeinen Definition des § 121 I BGB „ohne schuldhaftes Zögern" bedeutet. Im Gegensatz zu § 15 WpHG besteht hier kein zusätzlicher Prüfungszeitraum, beispielsweise um die Kursrelevanz der Entscheidung bestimmen zu können. Die Entscheidung ist vielmehr gesetzlich eine kursrelevante Tatsache, der Bieter muss die Publizitätspflicht nach § 10 WpÜG kennen, benötigt also keine weitere Zeit.[86] Vor diesem Hintergrund wird der Begriff „unverzüglich" sehr eng definiert. So wird im Falle der Entscheidung für eine Veröffentlichung über ein elektronisches Verbreitungssystem richtigerweise angenommen, dass diese auf Grund der kurzen Fristen, die die Börsen für ihre Entscheidung über die Kursaussetzung benötigen, spätestens 30 Minuten nach der Vorabmitteilung gemäß § 10 II WpÜG an BaFin und Börsen zu erfolgen hat[87], womit aber noch nicht spezifiziert ist, wann diese – der Veröffentlichung vorgelagerte – Vorabmitteilung zu erfolgen hat. Im Ergebnis wird man hier, wenn überhaupt, maximal einen Zeitraum von wenigen Stunden[88] ab dem die Frist auslösenden Ereignis, d.h. der relevanten Entscheidung annehmen können. So bleibt dem Bieter allenfalls noch die Möglichkeit einer legalen Verzögerung dergestalt, dass er statt einer Veröffentlichung über ein elektronisches Informationsverbreitungssystem den Weg der Veröffentlichung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt wählt, was die Schaeffler-Gruppe nicht getan hat.[89]

Gemeint mit der die Veröffentlichungspflicht auslösenden Entscheidung des Bieters ist die Entscheidung über das „Ob" des Angebots, nicht über die einzelnen Konditionen eines solchen, zumal dieser für die Erstellung der Angebotsunterlage noch bis zu 4 Wochen Zeit hat.[90] 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 beteilig-

[85] § 10 III WpÜG.
[86] MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 29.
[87] MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 30.
[88] Vgl. hierzu auch *Geibel* in *Geibel/Süßmann* § 10 Rdnr. 32, nach dem die Entscheidung „sofort" zu veröffentlichen ist. *Thoma/Stöcker* in *Baums/Thoma* sprechen von „so schnell wie möglich".
[89] Ausweislich der Homepage der BaFin hat die Schaeffler-KG ihre Angebotsabsicht am 15. Juli 2008 über Agenturen wie Reuters veröffentlicht, die diese Meldung um 14.46 Uhr publiziert haben. HB 16.7.2008.
[90] BT-Drs. 14/7034, S. 39.

ten 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.[91]

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.[92] 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.[93] 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.[94] So wird richtigerweise darauf hingewiesen, dass ein Bieter auch nach bereits gesicherter Finanzierung von seinem Übernahmevorhaben 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[95], 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.[96] 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 gegebe-

[91] MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 20.
[92] MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 21.
[93] *Geibel* in *Geibel/Süßmann* § 10 Rdnr. 9; MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 22.
[94] Vgl. hierzu MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 23; so aber *Geibel* in *Geibel/Süßmann* § 10 Rdnr. 9 f. und Oechsler in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler* § 10 Rdnr. 6.
[95] Näher hierzu MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 32 ff. m.w.N.
[96] MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 32 ff. Vgl. hierzu auch *Steinmeyer/Häger* § 10 Rdnr. 10.

nenfalls 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 einem 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.[97] 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.[98]

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. So fand am Abend des 14. Juli 2008 ein Gespräch zwischen Vorständen von Continental und der Schaeffler-Gruppe statt. Nach anderen Pressemeldungen soll ein solches Gespräch schon am Abend des 11. Juli 2008 stattgefunden haben.[99] Bei diesem Gespräch/diesen Gesprächen wurde der Continental Vorstand über die bereits von der Schaeffler-Gruppe gehaltenen Positionen informiert. Da schon in Anbetracht der von ihr geleisteten Vorarbeiten nicht davon auszugehen ist, dass die Übernahmeentscheidung der Schaeffler-Gruppe, die ja bereits im Falle FAG Kugelfischer die Bereitschaft zu einer feindlichen Übernahme dokumentiert und hiermit durchaus positive Erfahrungen gemacht hat, vom Ausgang des Gesprächs mit dem Continental-Vorstand abhängig war, manifestiert dieses Gespräch, dass eine Entscheidung bereits getroffen war.[100] Eine Meldung am frühen Nachmittag des 15. Juli war demnach zumindest dann zu spät, wenn dieses Gespräch am 11. Juli stattgefunden haben sollte, wohl aber auch, wenn es am Abend des 14. stattgefunden hat.

Richtigerweise wird man hinsichtlich des – die übernahmerechtliche Veröffentlichungspflicht auslösenden – Ereignisses aber 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 könnte beispielsweise der

[97] MüKo AktG *Wackerbarth*, § 10 Rdnr. 26.

[98] 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.

[99] *Maier*, ftd vom 17.7.2008.

[100] In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass Schaeffler bereits am 30. Juli und damit deutlich früher als gesetzlich erforderlich eine 63-seitige Angebotsunterlage veröffentlicht hat, deren Erstellung und Genehmigung erfahrungsgemäß mehrere Wochen benötigt.

Mandatsvertrag der Schaeffler Gruppe mit Merrill Lynch interessante Erkenntnisse zulassen. 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[101], manifestiert sich dies auch im Falle eines zeitlichen Auseinanderfallens der einzelnen Komponenten[102] 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. Im Rahmen der laufenden Untersuchung der BaFin wird interessant sein zu sehen, inwieweit die einzelnen Positionen der Gesamtstrategie von Schaeffler tatsächlich erst kurz vor dem ersten Gespräch mit Continental geordert und dann auch abgeschlossen wurden[103] oder ob diese sich nicht doch – wie zu vermuten – über mehrere Tage hingezogen haben.

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“ in nicht nur völlig vernachlässigbarem Umfang 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, ohne dass es auf ein – hier befürwortetes Acting in Concert – als weiterem Zurechnungstatbestand ankäme.

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 verspätet war. So bleibt interessant zu sehen, ob BaFin und Rechtsprechung diese Ansicht teilen, vor allem aber, inwieweit die

[101] Übernahme-Poker um Continental, HB vom 30.7.2008.

[102] Ein solches ist eher bei der tatsächlichen Exekution der einzelnen Komponenten der komplexen Gesamtstrategie zu vermuten als beim Auftrag an die Bank (Banken).

[103] Continental hat insgesamt ca. 161,7 Mio. Aktien ausgegeben. Am 14. Juli wurden ca. 12,6 Mio. (am 15. Juli ca. 13,5 Mio.) Aktien auf Xetra, wo die höchsten Umsätze in DAX Werten sind, gehandelt. Demgegenüber wurden an den Tagen zuvor deutlich weniger Aktien gehandelt, wobei bereits am 11. Juli bei einem massiven Kursverlust ein deutlicher Anstieg auf ca. 4 Mio. Aktien zu verzeichnen war, wobei beides mit der negativen Analyse von Merrill Lynch zusammenhängen könnte. In diesem Zusammenhang ist einzuräumen, dass diese Zahlen insoweit keine endgültigen Schlussfolgerungen zulassen, da Schaeffler bzw. die ihre Positionen sichernden Banken Aktien auch im Paket direkt, d.h. ohne eine Börse bzw. XETRA erworben haben können.

Aufsichtsbehörde „Zähne zeigt“ und unter Nutzung der Möglichkeiten des § 17 IV OWiG über das Bußgeld die Vorteile, die Schaeffler, aber auch die mitwirkenden Banken, aus der Tat gezogen haben, abschöpft, was unter dem Aspekt der Hygiene der Kapitalmärkte zweifelsohne zu begrüßen wäre. Einzuräumen ist freilich, dass ein solches Bußgeld zwar die Schaeffler-Gruppe schwächen und ihr etwas „den Spaß verderben“ könnte, auf der anderen Seite aber nicht die Palette der Verteidigungsmöglichkeiten[104] des Continental-Vorstands erweitern würde: hier bleibt wohl nur die Suche nach dem weißen Ritter bzw. der Versuch, die Übernahme im Interesse der Altaktionäre durch eine Steigerung des Börsenkurses, z.B. durch verbesserte operative Performance, zu verteuern. In diesem Zusammenhang ist realistischerweise wohl festzustellen, dass die Zahl der in Betracht kommenden potentiellen konkurrierenden Bieter wohl relativ klein sein dürfte, da reine Finanzinvestoren von der bereits hohen Verschuldung abgeschreckt werden und ausländische industrielle Erwerber nicht unbedingt das Wohlwollen der Kunden der Continental finden werden.

[104] Eingehend zu den Möglichkeiten der Verteidigung bei feindlichen Übernahmen vgl. *Schanz*, Börseneinführung, S. 750 ff.

FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES

No.	Author/Title	Year
99.	Hölscher, Luise / Haug, Michael / Schweinberger, Andreas Analyse von Steueramnestiedaten	2008
98.	Heimer, Thomas / Arend, Sebastian The Genesis of the Black-Scholes Option Pricing Formula	2008
97.	Heimer, Thomas / Hölscher, Luise / Werner, Matthias Ralf Access to Finance and Venture Capital for Industrial SMEs	2008
96.	Böttger, Marc / Guthoff, Anja / Heidorn, Thomas Loss Given Default Modelle zur Schätzung von Recovery Rates	2008
95.	Almer, Thomas / Heidorn, Thomas / Schmaltz, Christian The Dynamics of Short- and Long-Term CDS-spreads of Banks	2008
94.	Barthel, Erich / Wollersheim, Jutta Kulturunterschiede bei Mergers & Acquisitions: Entwicklung eines Konzeptes zur Durchführung einer Cultural Due Diligence	2008
93.	Heidorn, Thomas / Kunze, Wolfgang / Schmaltz, Christian Liquiditätsmodellierung von Kreditzusagen (Term Facilities and Revolver)	2008
92.	Burger, Andreas Produktivität und Effizienz in Banken – Terminologie, Methoden und Status quo	2008
91.	Löchel, Horst / Pecher, Florian The Strategic Value of Investments in Chinese Banks by Foreign Financial Insitutions	2008
90.	Schalast, Christoph / Morgenschweis, Bernd / Sprengetter, Hans Otto / Ockens, Klaas / Stachuletz, Rainer / Safran, Robert Der deutsche NPL Markt 2007: Aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Bewertung – Berichte und Referate des NPL Forums 2007	2008
89.	Schalast, Christoph / Stralkowski, Ingo 10 Jahre deutsche Buyouts	2008
88.	Bannier, Christina / Hirsch, Christian The Economics of Rating Watchlists: Evidence from Rating Changes	2007
87.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Gold in the Investment Portfolio	2007
86.	Hölscher, Luise / Rosenthal, Johannes Leistungsmessung der Internen Revision	2007
85.	Bannier, Christina / Hänsel, Dennis Determinants of banks' engagement in loan securitization	2007
84.	Bannier, Christina “Smoothing“ versus “Timeliness“ - Wann sind stabile Ratings optimal und welche Anforderungen sind an optimale Berichtsregeln zu stellen?	2007
83.	Bannier, Christina Heterogeneous Multiple Bank Financing: Does it Reduce Ine±cient Credit-Renegotiation Incidences?	2007
82.	Cremers, Heinz / Löhr, Andreas Deskription und Bewertung strukturierter Produkte unter besonderer Berücksichtigung verschiedener Marktszenarien	2007
81.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Commodities in Asset Management	2007
80.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps	2007
79.	Cremers, Heinz / Traughber, Patrick Handlungsalternativen einer Genossenschaftsbank im Investmentprozess unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit	2007
78.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara Monetary Analysis: A VAR Perspective	2007
77.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Muschiol, Andrea Portfoliooptimierung mit Hedgefonds unter Berücksichtigung höherer Momente der Verteilung	2007

76. Jobe, Clemens J. / Ockens, Klaas / Safran, Robert / Schalast, Christoph
Work-Out und Servicing von notleidenden Krediten – Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006 2006

75. Abrar, Kamyar
Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors 2006

74. Schalast, Christoph / Schanz, Kai-Michael
Wertpapierprospekte: – 2006
Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005

73. Dickler, Robert A. / Schalast, Christoph
Distressed Debt in Germany: What´s Next? Possible Innovative Exit Strategies 2006

72. Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten
How the ECB and the US Fed set interest rates 2006

71. Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G.
Heterogenität von Hedgefondsindizes 2006

70. Baumann, Stefan / Löchel, Horst
The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3? 2006

69. Heidorn, Thomas / Trautmann, Alexandra
Niederschlagsderivate 2005

68. Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G.
Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios 2005

67. Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten
(How) Do Stock Market Returns React to Monetary Policy? An ARDL Cointegration Analysis for Germany 2005

66. Daynes, Christian / Schalast, Christoph
Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktsrechts II: Distressed Debt - Investing in Deutschland 2005

65. Gerdesmeier, Dieter / Polleit, Thorsten
Measures of excess liquidity 2005

64. Becker, Gernot M. / Harding, Perham / Hölscher, Luise
Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios 2005

63.. Schalast, Christoph
Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland 2005
eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –

62. Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert
Wertsicherungsstrategien für das Asset Management 2005

61. Löchel, Horst / Polleit, Thorsten
A case for money in the ECB monetary policy strategy 2005

60. Richard, Jörg / Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael
Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz - 2004

59. Heun, Michael / Schlink, Torsten
Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda 2004

58. Heimer, Thomas / Köhler, Thomas
Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU 2004

57. Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander
Performanceeffekte nach Directors´Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden 2004

56. Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara
The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area 2004

55. Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Ilmhart-Wolfram
Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals 2004

54. Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas
Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I :
Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation 2004

53. Polleit, Thorsten
The Slowdown in German Bank Lending – Revisited 2004

52. Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro
Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt 2004

51. Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.)
Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung 2004

50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated Information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003
42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002
39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Moormann, Jürgen / Stehling, Frank Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Sokolovsky, Zbynek / Strohhecker, Jürgen Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Eberle, Günter Georg / Löchel, Horst Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy'	2000

24.	Frank, Axel / Moormann, Jürgen Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Cremers, Heinz / Robé, Sophie / Thiele, Dirk Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999
16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999
14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES
CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE

No.	Author/Title	Year
10.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Quanto Options	2008
09.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Symmetries	2008
08.	Becker, Christoph / Wystup, Uwe Was kostet eine Garantie? Ein statistischer Vergleich der Rendite von langfristigen Anlagen	2008
07.	Schmidt, Wolfgang Default Swaps and Hedging Credit Baskets	2007
06.	Kilin, Fiodor Accelerating the Calibration of Stochastic Volatility Models	2007
05.	Griebsch, Susanne/ Kühn, Christoph / Wystup, Uwe Instalment Options: A Closed-Form Solution and the Limiting Case	2007
04.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Interest Rate Convexity and the Volatility Smile	2006
03.	Becker, Christoph/ Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing	2005
02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

HFB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HFB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT

No.	Author/Title	Year
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: € 120,--)	2003

Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download: http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list_of_publication?year=2007

Order address / contact
Frankfurt School of Finance & Management
Sonnemannstr. 9 – 11 ▪ D – 60314 Frankfurt/M. ▪ Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008 – 734 ▪ Fax: +49 (0) 69 154 008 – 728
eMail: m.biemer@frankfurt-school.de
Further information about Frankfurt School of Finance & Management
may be obtained at: http://www.frankfurt-school.de