EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
International University Schloss Reichartshausen

Die Umgehung von Meldepflichten durch den Einsatz innovativer Finanzinstrumente: Der Fall Schaeffler / Conti

Ausarbeitung im Rahmen des Moduls

MBL Mergers & Acquisitions I

Fall Term 2008

Namen: Markus Arnold, David Dell, Friedrich Völker

Eingereicht bei: Prof. Dr. Gerhard Picot

Eingereicht am: 31. Dezember 2008

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis iii

1. Einleitung 1

1.1 Problemstellung und Zielsetzung 1

1.2 Gang der Untersuchung 1

2. Die Finanzmarktregulierung in Deutschland 2

2.1 Charakteristika der Finanzmarktregulierung 2

2.2 Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 3

2.3 Das WpHG als Rechtsquelle 7

2.4 Das WpÜG als Rechtsquelle 9

2.5 Der Einfluss des Risikobegrenzungsgesetzes 11

3. Die Übernahme von Continental durch Schaeffler 13

3.1 Die Akteure im Kurzüberblick 13

3.2 Die Übernahme im chronologischen Verlauf 14

3.3 Die verwendeten Finanzinstrumente 16

3.3.1 Optionen 16

3.3.2 Der klassische Swap 17

3.3.3 Der Total Return Swap 18

3.3.4 Der Equity Swap 19

3.3.5 Das Schaeffler Modell: Der Cash Settled Total Return Equity Swap 19

3.3.6 Unterschiede in der Funktionsweise 20

4. Rechtliche Beurteilung der Vorgehensweise von Schaeffler 21

4.1 Mögliche Verletzung der Mitteilungspflichten nach WpHG 21

4.1.1 Allgemeine Rechtsproblematik 21

4.1.2 Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten 22

4.1.3 Halten von Aktien auf Rechnung des Meldepflichtigen 22

4.1.4 Nießbrauch zugunsten des Meldepflichtigen 23

4.1.5 Acting in Concert 24

4.1.6 Mitteilungspflicht der Banken 25

4.1.7 Zusammenfassende Bewertung 26

4.2 Mögliche Verletzung der Pflichten nach WpÜG 26

4.2.1 Allgemeine Rechtsproblematik 26

4.2.2 Verpflichtung zur Abgabe eines Angebotes 27

4.2.3 Veröffentlichungspflicht durch Entscheidung zur Abgabe eines Angebots 27

4.2.4 Nach-Außen-Treten der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots 29

4.2.5 Unverzügliche Veröffentlichung der Entscheidung 30
4.2.6 Zusammenfassende Bewertung 31

5. Kritische Fallbewertung 31

6. Abschließende Betrachtung und Ausblick 35

Literaturverzeichnis 37

Anhang 44

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAV	Bundesaufsichtsämter für das Versicherungswesen
BAKred	Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen
BAWe	Bundesaufsichtsämter für den Wertpapierhandel
BGBl	Bundesgesetzblatt
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesministerium der Finanzen
Conti	Continental
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FSA	Financial Services Authority
DAX	Deutscher Aktienindex (Auswahlindex)
DJ Euro Stoxx	Dow Jones EURO STOXX (Auswahlindex)
EU	Europäische Union
Hrsg.	Herausgeber
KG	Kommanditgesellschaft
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
Mio.	Millionen
VG	Verwaltungsgericht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwebs- und Übernahmegesetz

1. Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

„Wir gehen unbeirrt unseren Weg“ verkündete Frau Schaeffler, Konzerninhaberin des deutschen Familienunternehmens Schaeffler KG Mitte Dezember 2008 in einem Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung (Meck & Theurer, 14 Dezember 2008, Abs. 1). Besagter Weg, an dessen Ende die feindliche Übernahme der dreimal größeren Continental AG steht, begann bereits im März diesen Jahres. Kaum ein anderer Unternehmenskauf der letzten Zeit hat für so viel Aufsehen und Uneinigkeit in der Fachwelt und der Öffentlichkeit gesorgt. Dies liegt zum einen an den gewaltigen Größenunterschieden der beteiligten Akteure, die sich beim Übernahmekampf wie *David* und *Goliath* gegenüberstehen. Zum anderen spaltet aber auch die Umgehung verschiedener gesetzlicher Meldepflichten durch den trickreichen Einsatz innovativer Finanzinstrumente die Gemüter.

Hier setzt diese Arbeit an. Sie soll zeigen, wie die verwendeten Finanzinstrumente funktionieren und auf welche Weise die gesetzlichen Normen damit ausgehebelt werden können. Dabei soll kritisch hinterfragt werden, ob sich das Vorgehen von Schaeffler lediglich auf die Ausnützung von Gesetzeslücken beschränkt oder ob vielmehr wichtige Pflichten verletzt wurden.

1.2 Gang der Untersuchung

Diese Arbeit gliedert sich in einen Grundlagenteil, die Fallerörterung und eine kritische Auseinandersetzung mit der aktuellen Gesetzeslage. Zunächst werden im einführenden Grundlagenteil die für den Fall relevanten Gesetzesnormen und Institutionen der Finanzmarktregulierung in Deutschland erläutert. Anschließend werden kurz die beteiligten Akteure der Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG vorgestellt und der bisherige Fallverlauf skizziert. Es folgt eine ausführliche Darstellung der Funktionsweise der verwendeten Finanzinstrumente. An dieser Stelle wird bewusst vom Fokus auf juristische Fragestellungen abgewichen, um die nötigen finanzmathematischen Grundkenntnisse zu vermitteln, die für das weitere Verständnis unabdingbar sind. Der interdisziplinäre Charakter dieser Arbeit, der rechtliche und betriebswirtschaftliche Überlegungen miteinschließt, wird besonders im folgenden Hauptteil ersichtlich. Hier sollen die Auswirkungen der verwendeten Finanzinstrumente und des Vorgehens von Schaeffler auf die relevanten rechtlichen Normen aufgezeigt und kritisch analysiert

werden. Besonders umstrittene Bereiche werden hierbei aus konträren Blickwinkeln beleuchtet und bewertet. Dabei sichtbar werdende Mängel der kodifizierten Regelungen und der Rechtssprechung sollen in den letzten Teil der Arbeit einfließen, in dessen Rahmen Thesen zur Reform der Finanzmarktregulierung in Deutschland erarbeitet werden.

2. Die Finanzmarktregulierung in Deutschland

2.1 Charakteristika der Finanzmarktregulierung

Die Regulierung nationaler und internationaler Finanzmärkte wird als wesentlicher Bestandteil in Bezug auf deren Funktionalität, Stabilität und Transparenz angesehen. Das historische Wachstum der beteiligten Aufsichtsinstitutionen in vielen Ländern der Welt spiegelt die wichtige Rolle dieses Sektors als „Zentralnervensystem“ moderner Staaten wider (Heilmann, 2003, S. 1). Der Finanzmarkt wächst mit seiner Bedeutsamkeit als Arbeitgeber, als effiziente Finanzierungsquelle der Wirtschaft sowie in seiner Funktion als Altersvorsorge der Bevölkerung einer Volkswirtschaft (Heilmann, 2003, S. 1); (Frach, 2008, S. 22).

Dabei stellt die Globalisierung die beteiligten Nationalstaaten vor neue Herausforderungen (Frach, 2008, S. 17). Systematische Risiken können sich angesichts der zunehmenden Verflechtung von Banken, Versicherungen und weiteren Finanzdienstleistern auf nationale oder sogar internationale Finanz- und Wirtschaftssysteme ausbreiten (Busch, 2003, S. 3-19). In diesem Zusammenhang spielen eine entsprechende Solvenz- und Marktaufsicht eine wichtige Rolle, um zum Beispiel die Eigenkapitalanforderungen von Banken (Basel II) zu überwachen oder Informationsasymmetrien durch Insiderhandelsverbote und Veröffentlichungspflichten entgegenzuwirken (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 43-45).

Der Finanzmarktregulierung stellt sich folglich eine Problematik, welche auf die ständige und rasche Entwicklung der Finanzmärkte zurückzuführen ist. Die durch technologischen Fortschritt und Produktinnovationen bedingten Veränderungen fordern die beteiligten Staaten auf, ihre Regulierung entsprechend dieser Veränderungen anzupassen sowie gegebenenfalls daraus entstehende Gesetzeslücken zu schließen (Frach, 2008, S. 22-23). Eine sogenannte „Regulierungsspirale“ kann argumentativ als Resultat dieser Problematik dargestellt werden, in der eine staatliche Regulierung stets ein Stück hinter

der Marktentwicklung hinterherzuhinken scheint (vgl. Niemeyer, 2001, S. 33-37); (Frach, 2008, S. 23).

Dabei ist ein integrierter Regulierungsprozess ausschlaggebend, der zum einen eine effizient strukturierte Aufsicht verlangt und zum anderen einen möglichst großen Teil an Fachinformationen in den Regulierungsprozess mit einschließt (Frach, 2008, S. 23). Die Einbeziehung und das Zusammenwirken von Marktteilnehmern und Aufsicht können hierbei als wichtige Elemente eines Regulierungsansatzes gesehen werden (vgl. Bain & Howells, 2000, S. 360); (Frach, 2008, S. 23). Gerade in Zeiten einer Krise, wie beispielsweise der jetzigen an den internationalen Finanzmärkten, gilt es, Lösungen auf die sich aus den komplexen Strukturen der Finanzwelt ergebenden Probleme zu finden.

In diesem Zusammenhang gilt die britische Financial Services Authority (FSA), die im Jahre 1997 ihre Arbeit aufgenommen hat, als Prototyp einer integrierten Allfinanzaufsicht (Modell des *Singleregulators*). Unter diesem Modell, welches unter den EU-Mitgliedstaaten mittlerweile dominierend vertreten ist, versteht man, dass mindestens zwei der drei Finanzmarktsektoren (Banken-, Versicherungs- und Wertpapiersektor) in den Aufgabenbereich eines Aufsichtsorgans fallen (Frach, 2008, S. 13-14). Im Jahre 2002 ist die Bundesrepublik Deutschland diesem Konzept der Allfinanzaufsicht ebenfalls gefolgt, in dem die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gegründet wurde, auf welche im folgenden Kapitel genauer eingegangen wird (Grünbichler & Darlap, 2003, S. 36-44).

2.2 Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Defizite am bestehenden Aufsichtsregime, eine EU-Debatte über die angemessene Aufsicht von Finanzkonglomeraten sowie die Situation der Bundesbank nach Einführung des Euros spielten eine wichtige Rolle in der Diskussion über eine Reform der jeweiligen Bundesaufsichtsämter des Versicherungs-, Banken-, und Wertpapiersektors (BAV, BAKred und BAWe) in Deutschland (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 43-44); (Frach, 2008, S. 75-80). Die Anzahl der Finanzkonglomerate, die in mehr als einem der genannten Finanzmarktsektoren geschäftlich tätig sind, nahm kontinuierlich zu (Frach, 2008, S. 13-14). In diesem Zusammenhang sollten unter dem Dach einer staatlich integrierten Allfinanzaufsicht zentralisiert die drei erwähnten Sektoren reguliert werden (Benkhoff & Engelen, 2001). Die institutionelle Reform wurde durch die Verabschiedung des Gesetzes über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG) und des Bundes-

bankänderungsgesetzes im Jahr 2001 in die Wege geleitet, wobei die britische FSA als eine Art „Benchmark“ für die Errichtung dieser Aufsicht gesehen wurde (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 43-45).

Am 1. Mai 2002 entstand folglich die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als institutioneller Kern der Finanzaufsicht durch den Zusammenschluss der oben angesprochenen Bundesaufsichtsämter (Frach, 2008, S. 74). Entsprechend ihrer drei Vorgängerinstitutionen beansprucht die BaFin laut § 1 Abs. 2 FinDAG zwei Dienstsitze in Deutschland, Bonn (Banken- und Versicherungsaufsicht) sowie Frankfurt am Main (Wertpapieraufsicht) (Frach, 2008, S. 74). Gemäß § 1 Abs. 1 FinDAG wurde die BaFin als selbständige bundesunmittelbare Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit im Geschäftsbereich des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) gegründet (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 43-45).

Nach § 4 Abs. 1 FinDAG umfasst der Aufgabenbereich der ca. 1700 Mitarbeiter der BaFin folgende sektorale Struktur, die von den ehemaligen Aufsichtsämter ausgegangen ist: die Aufsicht über Versicherungsunternehmen nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), die Aufsicht über Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute nach dem Kreditwesengeschäft (KWG) und die Aufsicht über den Wertpapierhandel nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie über Kapitalanlagegesellschaften nach dem Investmentgesetz (InvG). Diese zentralen Bereiche der Beaufsichtigung des Versicherungs-, Banken- und Wertpapiersektors werden nun näher beleuchtet (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 43-45); (BaFin, 2008a, S. 1-2).

Im Bereich des Versicherungssektors beaufsichtigt die BaFin alle privaten und öffentlich-rechtlichen Versicherungsunternehmen im Geltungsbereich des VAG, soweit diese Privatversicherungen betreiben und ihren Sitz in der Bundesrepublik Deutschland haben. Ebenfalls unterliegen Pensionsfonds seit 2002 sowie inländische Rückversicherer seit 2004 der Versicherungsaufsicht nach dem VAG. Zusammengefasst stehen ca. 630 Versicherungsunternehmen und 26 Pensionsfonds unter der Aufsicht der BaFin (BaFin, 2008a, S. 1-2).

Betreiben nun Versicherungsunternehmen mit Sitz in einem anderen EU-Staat im Wege ihres Dienstleistungsverkehrs Geschäfte in Deutschland, schreitet die BaFin bei Verstößen gegen allgemeine deutsche Rechtsgrundsätze nur in Absprache mit der zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörde ein, da diese Unternehmen primär der Aufsicht ihres

Herkunftsstaates unterliegen. Des Weiteren ist die Versicherungsaufsicht auf Bund und Länder entsprechend dem föderalistischen System der Bundesrepublik Deutschland aufgeteilt.

In Bezug auf den Bankensektor beaufsichtigt die BaFin derzeit rund 2.080 Banken und 730 Finanzdienstleistungsinstitute (BaFina, 2008a, S. 1-2). Die rechtliche Grundlage der Aufsicht beruht neben Sonderregelungen wie dem Pfandbrief- oder Depotgesetz in erster Linie auf dem KWG und in Einzelfällen auch auf dem WpHG. In diesem Zusammenhang teilen sich die BaFin und die Deutsche Bundesbank im Sinne des § 7 KWG die Bankenaufsicht. Dementsprechend wertet die Deutsche Bundesbank innerhalb dieses Rahmens unter anderem die von den Bankinstituten regelmäßig einzureichenden Berichte und Meldungen aus und prüft, ob beispielsweise die Eigenkapitalausstattung (Basel II) und Risikosteuerungsverfahren der Institute angemessen sind (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 45-46); (Deutsche Bundesbank, 2004, S. 1-3).

In Verbindung mit dieser Zusammenarbeit hat die BaFin eine Richtlinie (Aufsichtsrichtlinie) zur Durchführung und Qualitätssicherung der laufenden Überwachung der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute durch die Deutsche Bundesbank erlassen. Dazu benötigt es im Sinne der §§ 32 und 33 KWG für die Zulassung von Banken und Finanzdienstleistern einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin. Die entsprechenden Mindestanforderungen an das verbundene Risikomanagement der Institute (MaRisk) basieren auf dem § 25a KWG (BaFin, 2008b, S. 114). Des Weiteren sind die resultierenden Anzeige- und Meldepflichten gemäß § 9 WpHG zu erfüllen.

Unter der Aufsicht des Wertpapiersektors fallen zum einen die Markt- und Solvenzaufsicht der Kapitalanlagegesellschaften sowie die damit verbundene Produktaufsicht. Diesbezüglich verlangt es der Genehmigung der BaFin von Vertragsbedingungen wie beispielsweise von Publikumsfonds sowie der Satzungen und Anlagebestimmungen von Aktiengesellschaften. Des Weiteren werden in Deutschland öffentlich vertriebene ausländische Investmentfonds ebenfalls einer entsprechenden Prüfung unterzogen.

Zum anderen stellt die Aufsicht börsennotierter Unternehmen und deren Marktteilnehmer einen weiteren wichtigen Aufgabenbereich dieses Sektors dar. Hierunter fallen speziell die Überwachung des Insiderhandelsverbotes und der im Vorfeld bestehenden gesetzlichen Veröffentlichungspflichten, wie die Ad-hoc-Publizität sowie die Aufdeckung und Verfolgung von Marktmanipulation.

Im Hinblick auf den Gang der Untersuchung der vorliegenden Arbeit sind die folgenden Regelungen nach dem WpHG in Verbindung mit der sektoralen Überwachung der BaFin maßgeblich: Bei einer Veränderung der Stimmrechtsanteile im Sinne der §§ 21 ff. WpHG sind entsprechend Bekanntmachungen in Form von öffentlichen Meldungen zu erfüllen. Des Weiteren sind die Informationspflichten gemäß der §§ 30a-30g WpHG einzuhalten, wie zum Beispiel bei Einberufung der Hauptversammlung sowie Mitteilungen über die Ausschüttung von Dividenden, die Ausgabe neuer Aktien oder die Vereinbarung von Umtausch-, Bezugs-, Einziehungs- und Zeichnungsrechten (vgl. Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 138-157).

Dazu basiert die Überwachung kapitalmarktorientierter Unternehmen bezüglich der Einhaltung der erweiterten Finanzberichtserstattungspflichten auf den §§ 37v ff WpHG. Im Sinne des § 37n WpHG (Enforcement) strukturiert sich die Prüfung von Unternehmensabschlüssen und –berichten (BaFin, 2008a, S. 1-2). Darüber hinaus ist die BaFin ebenso für die Überwachung der Übernahmen von Unternehmen verantwortlich, deren Aktien zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen sind. Grundsätzlich erstreckt sich diese auf inländische Unternehmen, die in Deutschland börsennotiert sind (vgl. Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 138-157).

Zusammenfassend hat die BaFin innerhalb ihrer Allfinanzaufsicht die Verantwortung, die betroffenen und beteiligten Marktakteure im Rahmen der oben beschriebenen Gesetze und Vorschriften zu beaufsichtigen. Dementsprechend kann sie auf Grund ihrer Eingliederung in das BMF (Exekutive) einen entscheidenden Einfluss auf die Gestaltung dieser Gesetze nehmen sowie weitere Vorschriften beziehungsweise Richtlinien in ihrem Verantwortungsbereich erlassen. Dadurch beabsichtigt diese integrierte Allfinanzaufsicht ihre Kompetenz entsprechend auf die dynamischen Veränderungen der Finanzmärkte reagierend auszuüben und der angesprochenen Regulierungsspirale entgegenzuwirken.

In den folgenden Kapiteln werden das Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG) inklusive der Neuerungen im Rahmen des Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) vom 18.8.2008 sowie das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vorgestellt und erläutert. Im Hinblick auf die rechtliche Beurteilung der Vorgehensweise der Schaeffler KG in Kapitel 4

spielen diese Kodifizierungen wie auch die beschriebene Aufsicht der BaFin eine entscheidende Rolle.

2.3 Das WpHG als Rechtsquelle

Das Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG) ist in seiner ursprünglichen Fassung am 1. August 1994 in Kraft getreten und befasst sich mit der Regulierung von Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, sowie der Marktakteure, die diese Dienste in Anspruch nehmen beziehungsweise ausüben (BGBl. I, S. 1749). Im Jahre 2005 ist das WpHG im Sinne einer EU-Verordnung namens *Market Abuse Directive* (MAD) verändert worden, um der Aufdeckung und Verfolgung von Marktmanipulation entsprechend nachzukommen. Im Januar 2007 ist das WpHG durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) geändert worden, wobei zusätzliche Schwellenwerte bei den Mitteilungspflichten (3%, 15%, 20% und 30%) hinzugefügt wurden. Des Weiteren ist es im gleichen Jahr am 1. November durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) bezüglich der Verhaltenspflichten, Organisationspflichten und Transparenzpflichten der beteiligten Funktionäre erneuert worden (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 138-157).

Darüber hinaus ist das WpHG aktuell durch das Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) reformiert worden, welches am 19. August 2008 in Kraft getreten ist (BGBl. I, S. 1666). Die damit verbundenen neu geschaffenen Transparenzregeln im Rahmen der Meldepflichten für Derivativgeschäftewerden im weiteren Textverlauf genauer behandelt. Diese erweiterten Meldepflichten nehmen einen entscheidenden Einfluss auf die Analyse der von der Schaeffler KG verwendeten Swap-Geschäfte, welche in Kapitel 3.3.5 erläutert werden.

In diesem Zusammenhang definieren die §§ 1 - 2b WpHG den Anwendungsbereich sowie die Begriffsbestimmung der Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes. Wie schon in Kapitel 2.2 dargestellt, überwacht die BaFin den Wertpapiersektor nach dem Wertpapierhandelsgesetz, das im zweiten Abschnitt, insbesondere im § 4 des WpHG entsprechend vermerkt ist. Demzufolge ist das WpHG in den Kompetenzbereich dieser Allfinanzaufsicht zu integrieren und hat den regulierenden Charakter, die gesetzeskonforme Funktionalität des Wertpapierhandels zu gewährleisten. Dabei soll das WpHG auch einen gewissen Investorenschutz innerhalb des Finanzplatzes Deutschland mittels eines effizienten und transparenten Kapitalmarktes sicherstellen. Insofern kann die BaFin als

überwachendes Organ „zur Durchsetzung der gesetzlichen Bestimmungen auf ein starkes Sanktionsinstrumentarium zurückgreifen“ (Dibelius, 2005, S. 61).

Die wichtigsten Anforderungen an die damit verbundenen Markttransaktionen im Sinne des WpHG in Verbindung mit der Überwachung der BaFin stellen somit die folgenden Vorschriften dar (Rönnberg & Tolckmitt, 2007, S. 139):

- Veröffentlichungspflichten nach § 9 WpHG,
- Überwachung des Insiderhandelsverbotes gemäß der §§ 12 – 16b WpHG,
- Aufdeckung und Verfolgung von Marktmanipulation laut § 20a WpHG,
- Mitteilungspflichten sowie die Veröffentlichung und Übermittlung dieser bei Veränderungen von Stimmrechtsanteilen gemäß der §§ 21 – 30 WpHG,
- Überwachung der Informationspflichten im Sinne der §§ 30a – 30g WpHG,
- Kontrolle der Verhaltens- und Organisationsvorschriften von Wertpapierdienstleistungsunternehmen laut der §§ 31 – 34a WpHG,
- Überwachung der Analyse von Finanzinstrumenten nach den §§ 34b und 34c WpHG.

Im Zusammenhang mit der rechtlichen Prüfung in Kapitel 4 werden grundsätzlich die entsprechenden Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen aus § 21 WpHG, die Zurechnung von Stimmrechten nach § 22 WpHG, die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gemäß § 23 WpHG sowie die Mitteilungspflichten beim Halten von sonstigen Finanzinstrumenten nach § 25 WpHG in Betracht gezogen. Hierbei werden die Vorschriften des WpHG als Teil der Überwachung der Übernahme von Unternehmen, deren Aktien zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen sind, angesehen. Dabei sind die Schwellenwerte der Mitteilungspflichten im Sinne des § 21 WpHG bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer Beteiligung von 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% und 75% sowie im Sinne des § 25 WpÜG (mit Ausnahme der 3% Schwelle) an einem börsennotierten Unternehmen besonders relevant.

Dies spielt bei der Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG eine besonders wichtige Rolle. Daher wird in Kapitel 4.1 die Vorgehensweise der Schaeffler KG einer rechtlichen Prüfung unter der Annahme einer möglichen Verletzung der Mittei-

lungspflichten nach WpHG unterzogen. In Kapitel 4.2 wird dann eine mögliche Verletzung der Pflichten nach dem WpÜG untersucht. Im folgenden Kapitel wird daher auf das WpÜG als Rechtsquelle eingegangen.

2.4 Das WpÜG als Rechtsquelle

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20. Dezember 2001 befasst sich inhaltlich mit den Pflichten eines Erwerbers von Stimmrechtsanteilen an Unternehmen, deren Wertpapiere an einem organisierten Markt in der Bundesrepublik Deutschland oder unter bestimmten Voraussetzungen in anderen europäischen Ländern gelistet sind, wenn der Erwerber die Kontrolle über das Unternehmen ausübt oder erlangen möchte (BGBl. I, S. 3822). Daher soll die Regulierung von Übernahmen durch die Rahmenbedingungen des WpÜG „einerseits faire und transparente Verfahren ebenso wie angemessenen Schutz der betroffenen Aktionäre gewährleisten, jedoch zugleich keine gravierenden Hemmnisse für die Durchführung von Unternehmensübernahmen und damit für den gesamtwirtschaftlichen Strukturwandel erzeugen“ (Dibelius, 2005, S. 62). Historisch gesehen ist die Verabschiedung dieses Gesetzes für den Finanzplatz Deutschland bedeutsam, da zuvor lediglich ein freiwilliger Übernahmekodex anerkannt war, der mit dem britischen *City Code on Takeovers and Mergers* vergleichbar ist (Dibelius, 2005, S. 62-63).

Am 19. Mai 2006 ist das WpÜG entscheidend im Rahmen der europäischen Vereinheitlichung von Unternehmensübernahmen durch die EU-Übernahmerichtlinie 2004/25/EG reformiert worden. Nach Picot (2006) betreffen „die damit in Kraft getretenen Änderungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) . . . einerseits den internationalen Anwendungsbereich, die Aufsicht der BaFin bei Angeboten und die Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen der Zielgesellschaft gegen Übernahmeangebote“ (Picot, 2006, S. III). Die aktuelle Fassung des WpÜG basiert auf den eingearbeiteten Veränderungen des angesprochenen Risikobegrenzungsgesetzes am 12. August 2008 (BGBl. I, S. 1666 und 1667), auf das im weiteren Textverlauf noch eingegangen wird.

Laut Dibelius (2005) liegt der Kern der aus dem WpÜG resultierenden Informations- und Verhaltenspflichten sowie Verfahrensregeln auf den „Regelungen zur Sicherstellung fairer und gleicher Behandlung aller Aktionäre“ mit entsprechender Transparenz innerhalb eines raschen Verfahrens, „Verfahrensvorschriften für öffentliche Angebote

zum Erwerb von Wertpapieren“ sowie „freiwillige Übernahmenangebote und Pflichtangebote“, „Regelungen der Gegenleistung des Bieters bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten“, „Verhaltenspflichten des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft während des Angebotsverfahrens und Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen“ sowie den „Regelungen zum Ausschluss von Minderheitsaktionären“, dem sogenannten „Squeeze-out“ (Dibelius, 2005, S. 62-63).

Der Anwendungsbereich dieses Gesetzes ergibt sich entsprechend nach § 1 WpÜG. Im zweiten Paragraphen des WpÜG sind die Begriffsbestimmungen der damit verbundenen Angebote kodifiziert. Weitere allgemeine Grundsätze zur Gleichbehandlung der beteiligten Aktionäre im Rahmen der allgemeinen Vorschriften finden sich in § 3 WpÜG. Des Weiteren regelt der zweite Abschnitt des WpÜG die Zuständigkeit der BaFin, die nach § 4 WpÜG „die Aufsicht bei Angeboten nach den Vorschriften dieses Gesetzes“ ausübt. Darüber hinaus sind im Hinblick auf die juristische Prüfung des Verhaltens der Schaeffler KG bezüglich einer möglichen Verletzung der Pflichten nach dem WpÜG in Kapitel 4.2 der Abschnitt 3 (Angebote zum Erwerb von Wertpapieren), Abschnitt 4 (Übernahmeangebote, die auf den Erwerb der Kontrolle über eine Zielgesellschaft gerichtet sind) sowie Abschnitt 5 (Pflichtangebote bei unmittelbarer oder mittelbarer Erlangung der Kontrolle über eine Zielgesellschaft) relevant. Im Besonderen sind dabei die §§ 2, 10, 14, 29, 30 sowie 35 WpÜG wesentlich, die im folgenden Abschnitt kurz erläutert werden.

In § 29 Abs. 1 WpÜG erfolgt die Begriffsbestimmung eines Übernahmeangebots im Rahmen des Kontrollerwerbs einer börsennotierten Gesellschaft. Die Kontrolle per se wird in § 29 Abs. 2 WpÜG als das Halten von mindestens 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft legaldefiniert. In diesem Zusammenhang erfolgt die Zurechnung dieser Stimmrechte im Sinne des § 30 Abs. 1 und 2 WpÜG in Verbindung mit § 2 WpÜG, der die Begriffsbestimmung bezüglich des Erwerbs von Wertpapieren beziehungsweise Stimmrechten auslegt (Pfab, 2008, S. 50-56). Dabei wird auch das gemeinsame Handeln von natürlichen sowie juristischen Personen mit Stimmrechten Dritter als „abgestimmtes Verhalten“, das sogenannte *Acting in Concert*, im Sinne des § 30 Abs. 2 WpÜG in Verbindung mit § 2 Abs. 5 WpÜG sowie § 22 Abs. 2 WpHG legaldefiniert (Pfab, 2008, S. 50-56). Folglich kommt es dadurch zu einer Verschärfung der Verpflichtung zur Veröffentlichung und Abgabe eines Angebotes gemäß § 35 WpÜG. Diese Transparenz-

erhöhung ist auf den Einfluss des Risikobegrenzungsgesetzes zurückzuführen, um derartige Absprachen entsprechend zu erfassen.

Zudem hat der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots im Sinne des § 10 Abs. 1 WpÜG „unverzüglich“ gemäß § 10 Absatz 3 WpÜG zu veröffentlichen. Darüber hinaus besteht nach § 14 Abs. 1 WpÜG die Pflicht, die Angebotsunterlage innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots der BaFin zu übermitteln sowie diese gemäß § 14 Abs. 2 bis 4 WpÜG zu veröffentlichen. Dabei hat die BaFin das Recht, das Angebot im Sinne des § 15 WpÜG zu untersagen, wenn es beispielsweise gegen das WpÜG oder damit verbundene Verordnungen verstoßen würde. Des Weiteren wird ein ordnungswidriges Handeln im Rahmen einer solchen Übernahme gemäß § 60 WpÜG ausgelegt und entsprechend mit Sanktionen versehen, die ebenfalls der Zuständigkeit der BaFin zuzuordnen sind.

2.5 Der Einfluss des Risikobegrenzungsgesetzes

Wie schon im bisherigen Verlauf der Arbeit angesprochen, ist das Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) am 19. August 2008 in Kraft getreten (BGBl. I, S. 1666), um die Transparenz im Finanzbereich entsprechend seiner innovativen Entwicklung zu sichern und den Verbraucherschutz bei Kreditverkäufen zu stärken. Des Weiteren stellt ein Anstieg der Finanzinvestitionen innerhalb des Finanzplatzes Deutschland die Kapitalmärkte sowie ihre Akteure vor neue Herausforderungen (Leuering, 2007, S. 607). Demzufolge ist es die Intention des Gesetzgebers, „mögliche Risiken, die aus Finanzmarkttransaktionen folgen, transparenter zu machen und damit für eine bessere Information der Marktteilnehmer zu sorgen; mit anderen Worten sollen ‚unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren‘ erschwert und damit Risiken für die Stabilität des Finanzsystems und für die betroffenen Unternehmen eingeschränkt werden“ (Vgl. König, 2008, S. 1910). In diesem Zusammenhang hat das Risikobegrenzungsgesetz laut Picot (2008) „insbesondere zu punktuellen Änderungen kapitalmarktrechtlicher Vorschriften geführt und dadurch die Meldepflichten verschärft“, die im folgenden mit ihrer Relevanz für die vorliegende Arbeit kurz erläutert werden sollen (Picot, 2008, S. III).

In Verbindung mit den bereits in Kapitel 2.3 angesprochenen Meldepflichten des WpHG müssen Finanzinvestoren gemäß § 21 WpHG bei Erreichen einer wesentlichen Beteiligung von 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% und 75% sowie nach § 25

WpÜG (mit Ausnahme der 3% Schwelle) an einem börsennotierten Unternehmen eine Meldung im Sinne dieses Gesetzes an das Unternehmen und die BaFin abgeben. Dabei soll die beabsichtigte Transparenz aus dem Risikobegrenzungsgesetz laut König (2008) konkret durch die folgenden Detaileingriffe erreicht werden: „Eine umfassende Zurechnung von Stimmrechten bei abgestimmten Verhalten sowie die Hinzurechnung von bestimmten Finanzinstrumenten, was (jeweils) zu erweiterten wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten (§§ 21 ff. WpHG) sowie ggf. zu übernahmerechtlichen Folgepflichten (§§ 30 Abs. 2, 35 Abs. 2 WpÜG) führt, Informationspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen, die 10% oder mehr der Stimmrechte halten - sie haben zukünftig ihre Pläne offenzulegen und die unter bestimmten Vorrausetzungen bestehende Pflicht, die (wahren) Inhaber von Namensaktien offen zu legen“ (vgl. König, 2008, S. 1910).

Obwohl in diesem Zusammenhang die Beteiligungsmeldungen im Sinne des § 21 WpHG zwar nicht geändert wurden, werden jedoch zukünftig nach § 25 Abs. 1 WpHG für diese Meldungspflichten direkt gehaltene Stimmrechte und (derivative) Finanzinstrumente zusammengerechnet (Brandt, 2008, S. 442). Diesbezüglich kann letzteres ein eventuell früheres Erreichen der Kontrollschwelle in Verbindung mit § 30 Abs. 2 WpÜG bewirken und damit zu der Abgabe eines Pflichtangebots gemäß § 35 WpÜG führen (König, 2008, S. 1910). Darüber hinaus wird die in der „Regelung des § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG erfasste (dingliche) Erwerbsoption nicht doppelt berücksichtigt, und es ist sichergestellt, dass keine Doppelmeldungen erfolgen müssen, weil die Zusammenrechnung nur dann eine Meldepflicht auslöst, wenn erneut eine der (weiteren) Schwellen erreicht bzw. über- oder unterschritten wird“ (König, 2008, S. 1912). Zudem haben Investoren zukünftig ab dem Erreichen einer wesentlichen Beteiligung, das heißt ab dem Erreichen von 10% der Stimmrechte und darüber hinaus, im Sinne des neuen § 27a WpÜG ihre Absichten im Hinblick auf das Unternehmen offenzulegen sowie Angaben über die Herkunft der Mittel zum Aktienerwerb zu machen, die dann von dem Unternehmen zu veröffentlichen sind (König, 2008, S. 1912).

Zusammenfassend zeigt der Einfluss des Risikobegrenzungsgesetzes die Reaktion des Gesetzgebers auf die Dynamik der Finanzmärkte, um eine entsprechende Transparenz und Stabilität des Finanzsystems zu erreichen. Daher sind die oben erläuterten Veränderungen in Verbindung mit den Vorschriften und Pflichten, die sich aus dem WpHG und WpÜG ergeben, für die rechtliche Prüfung der Übernahme der Continental AG durch

die Schaeffler KG im Rahmen dieser Arbeit von bedeutender Relevanz. Demzufolge hat ein Unternehmen gemäß den Änderungen aus dem Risikobegrenzungsgesetz zukünftig seine Absichten im Rahmen eines eventuell abgestimmten Verhaltens (Acting in Concert) im Sinne des § 22 Abs. 2 WpHG in Verbindung mit § 30 Abs. 2 WpÜG und auch mit dem neuen § 27a WpÜG entsprechend zu enthüllen. Diese Verschärfung der Regelungen zum Tatbestand des abgestimmten Verhaltens und die daraus resultierenden Pflichten aus WpHG und WpÜG zeigen beispielsweise die neu geschaffene Transparenz des Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken. Dabei stellt sich jedoch die Frage, ob die Intention des Gesetzgebers bezüglich der innovativen Produkte der Finanzwirtschaft ausreichend umgesetzt wurde.

3. Die Übernahme von Continental durch Schaeffler

3.1 Die Akteure im Kurzüberblick

Das Übernahmeziel, die Continental AG, wurde 1871 als *Continental-Caoutchouc- und Gutta-Percha Compagnie* als Aktiengesellschaft mit Sitz in Hannover gegründet. Sie ist ein Automobilzulieferer mit dem Fokus Reifen- und Bremsentechnologie, Fahrdynamikregelung, Elektronik und Sensorik. Ein Meilenstein der jüngeren Unternehmensgeschichte war der Zukauf von Siemens VDO Automotive im Jahr 2007. Der Konzern ist in die *Automotive* und *Rubber* Division gegliedert. Erstere ist untergliedert in *Chassi and Safety*, *Interior* und *Powertrain* die Zweite in *Pkw Reifen*, *Nfz Reifen* und *Conti-Tech*. Die wichtigsten Marken sind *Conti* und *General Tire*. Die Continental AG war von 1988-1996 und ist wieder seit 2003 im DAX 30 vertreten und ist zudem im S&P Global 1200 und DJ Euro STOXX Automobile verzeichnet. Der Gesamtkonzern erreichte im Jahr 2007 einen Umsatz von 16.619 Mio. Euro mit einem EBIT von 1.676 Mio. Euro. Es werden 151.654 Mitarbeiter an 200 Standorten in 33 Ländern beschäftigt. Die Bilanzsumme beträgt 27.738 Mio. Euro mit einer Nettoverschuldung von 10.856 Mio. Euro und einem Eigenkapital von 6.856 Mio. Euro. Der Nettoverschuldungsgrad beträgt 1,58 und die Eigenkapitalquote 24,7%. Es sind 161.712.083 Aktien in Umlauf, diese befanden sich 2007 zum Großteil in Streubesitz. (Daten aus: Continental AG, Konzernbilanz, 2008a)

Die Angreiferin, die Schaeffler KG, ist eine Unternehmensgruppe in Familienbesitz mit einer hochkomplexen Beteiligungsstruktur. Allein zwischen den Eigentümern Maria

Schaeffler (~20%) und Georg Schaeffler (~78%) und dem Hauptkonzern Schaeffler KG befinden sich weitere 12 Gesellschaften. Insgesamt befinden sich 87 deutsche und über 110 ausländische Gesellschaften unter der Kontrolle von Maria und Georg Schaeffler. Im Jahre 2002 erwirbt die INA-Holding Schaeffler KG (Die Hauptkomplementärin der Schaeffler KG) die traditionsreiche FAG Kugelfischer Georg Schäfer AG, welche im Jahre 1883 gegründet wurde. Dies stellt einen Meilenstein der jüngeren Unternehmensgeschichte dar. Unter den Kernmarken „FAG“ „INA“ und „LuK“ stellt die Schaeffler KG hauptsächlich Wälzlager und Kupplungssysteme für die Automobil-, Luftfahrt- und Maschinenbauindustrie her. Es werden rund 66.000 Mitarbeiter beschäftigt (laut Hoppenstedt Firmendatenbank). Der Konzernumsatz im ersten Quartal 2008 betrug 1.244 Mio. Euro mit einem EBIT von 38 Mio. Euro. Die Bilanzsumme der Schaeffler KG beläuft sich Anfang 2008 auf 4.585 Mio. Euro mit einem Eigenkapital von 188 Mio. Euro und Bruttoverbindlichkeiten in Höhe von 3.091 Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote liegt bei weniger als 5%. (Schaeffler, 2008a, S. 43ff.)

Damit ist das Übernahmeziel unter Betrachtung aller relevanten Kennzahlen rund dreimal so groß wie die Angreiferin. Die Verschuldung ist bei beiden Unternehmen bedenklich hoch, besonders bei der Schaeffler KG. Dieses Problem wird durch die Übernahme noch einmal extrem verschärft. Beide Unternehmen sind im gleichen Markt (Automobilzulieferer) und in ähnlichen Geschäftsfeldern tätig und können auf ein großes spezifisches Know-How blicken.

3.2 Die Übernahme im chronologischen Verlauf

Laut eigenem Bekunden entstand die Idee zur Übernahme der Continental AG im Rahmen der Strategieplanung der Schaeffler KG um das Jahre 2005. Im Jahr 2006 wurde zudem ein Gespräch zwischen Hubertus von Grünberg (damaliger Aufsichtsratsvorsitzender der Continental), Manfred Wennemer (damaliger Vorstandsvorsitzender der Continental) und Jürgen Geißinger (Geschäftsführer Schaeffler) geführt. Dies geht aus einem Zeitungsinterview vom 14. Dezember 2008 hervor (Meck & Theurer, 2008).

Am 17. März 2008 beauftragt Schaeffler laut Presse die Investmentbank Merrill Lynch, Optionen (siehe 3.3.1) auf Continental-Aktien zu kaufen und schließt mit dieser (beziehungsweise einem Bankenkonsortium unter deren Führung) einen sogenannten Total Return Equity Swap (siehe 3.3.5) ab (Maier, Spiller, & Clausen, 2008); (Spiller, 2008). Weiterhin wird ein weiteres Swap-Geschäft mit der Royal Bank of Scotland (RBS) ab-

geschlossen, welches in seiner Art aber auch einem Optionsgeschäft ähnelt, da nach Kündigung eine Verpflichtung auf Übertragung der Aktien bei Kündigung besteht (siehe hierzu Unterschiede Optionen / Swaps 3.3.6). Aus einer Pressemitteilung vom 15. Juli 2008 geht hervor, dass sich die optionsartigen Geschäfte auf 4,95% der Aktien der Continental AG erstrecken und das Swap-Geschäft mit Merrill Lynch auf 28% (Schaeffler, 2008b).

Schaeffler sagt hier am 15. Juli ausdrücklich, dass ihr durch eine Kündigung des Swap-Geschäftes die unterliegenden Aktien angedient werden könnten. In derselben Mitteilung erklärt Schaeffler, dass sie eine „strategische Beteiligung von 30% an der Continental AG“ anstrebt. Weiterhin werden jedem Aktionär der Continental AG 69,37 Euro in bar je Aktie angeboten, jedoch handelt es sich bei dieser Offerte noch nicht um ein offizielles beziehungsweise den Anforderungen des WpÜG genügendes Übernahmeangebot. Überzeugt davon, dass die Offerte wesentlich zu niedrig ist, reagiert der Vorstandschef der Continental AG ablehnend und macht deutlich dass es sich um einen feindlichen Übernahmeversuch handelt (Handelsblatt (Hrsg.), 2008).

Am 30. Juli 2008 legt Schaeffler den Aktionären der Continental AG ein im Sinne des WpÜG offizielles Übernahmeangebot vor (Schaeffler, 2008c); (siehe auch Schaeffler, 2008a). Dieses sieht einen Barausgleich von nunmehr 70,12 Euro vor, die Annahmefrist endet am 27. August 2008. Schaeffler erhöht am 21. August durch den symbolischen Kauf einer weiteren Continental-Aktie das Übernahmeangebot für alle Continental Aktionäre auf 75 Euro. Schaeffler verpflichtet sich weiterhin in einer Investorenvereinbarung nicht mehr als 49,99% der Continental AG zu halten. Eventuell überschüssig angediente Aktien müssen an Finanzinstitute weiterveräußert werden. Laut Aussage von Schaeffler besteht hierzu die Möglichkeit. Am gleichen Tag, dem 21. August 2008, kündigt Schaeffler das Swap-Geschäft mit Merrill Lynch an (Schaeffler, 2008d). Zum Ablauf der Übernahmefrist am 27. August wurden Schaeffler 40,31% der Continental-Aktien angedient (Schaeffler, 2008e). Die Annahmefrist wird auf den 16. September verlängert und bis zu diesem Datum werden Schaeffler insgesamt 82,41% angedient (Schaeffler, 2008f). Nach der Zustimmung der EU-Kommission zur Übernahme, welche am 19. Dezember 2008 erging (Schaeffler, 2008g), ist Schaeffler verpflichtet, den Angebotspreis von 75 Euro in bar an die Aktionäre zu überweisen.

Nach der Angebotsunterlage vom 30. Juli erfolgte die nach WpHG erforderliche Stimmrechtsmitteilung bezüglich Überschreitens der 3%-Schwelle am 23. und 25. Juli und bezüglich der 5%-Schwelle „im Rahmen der gesetzlichen Frist“ (Schaeffler, 2008a, S. 15), eine Finanzierungsbestätigung durch die Royal Bank of Scotland lag ebenfalls vor. Zwischen der ersten offiziellen Äußerung zu den Übernahmeplänen und der Veröffentlichung der Angebotsunterlage lagen lediglich 11 Werktage. Zur Übersicht siehe auch *Tabelle 1: Die Übernahme im chronologischen Verlauf* (Anhang I, S. 44).

3.3 Die verwendeten Finanzinstrumente

Zur vollständigen Erfassung der Problematik ist es erforderlich, sich ein Bild von der Funktionsweise und der Existenzberechtigung der von Schaeffler verwendeten Finanzinstrumente, besonders des Total Return Equity Swaps aus betriebswirtschaftlicher Sicht zu machen. Dies soll im folgenden Exkurs geschehen.

3.3.1 Optionen

Eine Option ist ein Finanzderivat (lat. von *derivare*, ableiten). Wie der Name beschreibt, leitet sich der Wert eines Derivates in irgendeiner Form von dem eines anderen Wertpapiers, einer Ware, eines Indexes oder anderen Vermögenswertes ab.

Eine Option ist das Recht, aber nicht die Pflicht, einen unterliegenden Basiswert (*Underlying*) zu einem Zeitpunkt in der Zukunft (*Expiration*) zu einem bestimmten zuvor festgelegten Preis (*Strike* oder *Excercise Price*) zu erwerben (*Call*) oder zu verkaufen (*Put*). Eine solche Option, ohne weitere Vertragsklauseln, wird *plain vanilla*, entliehen aus der Bezeichnung für klassisch strukturierte Anleihen, genannt. Der Käufer der Option zahlt dem Verkäufer (auch Emittent oder Stillhalter) einen Kaufpreis (*Option Premium*) für dieses Recht.

Der Kaufpreis kann sich aus verschiedenen Motivationen für den Käufer rechtfertigen: Spekuliert der Käufer beispielsweise darauf, dass sich der Basiswert in eine gewisse Richtung bewegt, kann er mit einer Option einen, im Vergleich zum direkten Handel mit dem unterliegenden Wertpapier, gehebelten Gewinn erzielen. Dies liegt daran, dass geringere Barmittel benötigt werden um Optionen, die zum Verkauf/Erwerb von einer bestimmten Anzahl der Basiswerte berechtigen zu erwerben, als die Basiswerte direkt zu kaufen und zu halten, da der Kaufpreis der Option wesentlich niedriger ist als der Preis des Basiswerts. Trotzdem partizipiert der Käufer vollständig an den Kursveränderungen, da er, übt er die Option aus, den Basiswert günstig auf dem Markt einkaufen

und sofort zum höheren Strike an den Optionsemittenten verkaufen kann (Put) oder ihn günstig vom Emittenten erwerben (Call) und sofort teurer auf dem Markt verkaufen kann.

Liegt der Preis des Basiswertes über dem Strike (plus dem Kaufpreis der für die Option gezahlt wurde), befindet sich eine Call-Option *im Geld*, das bedeutet der Optionskäufer macht einen Gewinn wenn er die Option ausübt. Liegt der Preis des Basiswertes genau auf dem Strike (plus des gezahlten Optionspreises), ist die Call-Option *am Geld*, der Optionskäufer ist indifferent). Liegt der Preis des Basiswertes darunter ist sie *aus dem Geld*, das heißt der Optionskäufer erleidet, übt er die Option zu diesem Zeitpunkt aus, einen Verlust. Für eine Put-Option, also ein Verkaufsrecht in der Zukunft, gilt das gleiche in umgekehrter Weise, sie ist sozusagen das Spiegelbild der Call-Option. Mit dem Kauf einer Put-Option ist es zudem möglich, relativ einfach auf fallende Kurse zu spekulieren, da Leerverkäufe (als Alternative) rechtlich streng eingeschränkt sind (Kolb, 2003, S. 312). Spekulation kann nur bei unvollkommenen Märkten erfolgreich sein, in denen der Spekulant über bessere Informationen verfügt als die anderen Marktteilnehmer.

Eine folglich sinnvollere Einsatzmöglichkeit von Optionen bietet sich im Bereich des Hedging (engl. von *to hedge*, absichern). Hedging bedeutet die Absicherung vor den Ungewissheiten, also des Risikos, eines Geschäftes durch den gleichzeitigen Abschlusses eines entsprechenden Gegengeschäftes. So kann ein international tätiges Unternehmen Optionen auf andere Währungen benutzen um die aus Wechselkursänderung entstehenden Schwankungen in zukünftigen Zahlungsströmen (z.B. Bezahlung von Lieferungen ins Ausland) zu neutralisieren. Zur Verdeutlichung siehe auch *Beispiel 1: Optionen* (Anhang II, S. 46).

3.3.2 Der klassische Swap

Ein Swap (engl. Tausch) ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien über den Austausch von Zahlungsströmen die aus anderen Geschäften resultieren (z.B. Krediten oder Eigenkapitalbeteiligungen). Der Begriff Tausch ist zwar recht treffend darf aber nicht mit dem zivilrechtlichen Tausch nach § 480 BGB verwechselt werden (Schwintowski & Schäfer, 1997, S. 878). Vielmehr ist der Swap ein atypischer Vertrag der aus dem Bedürfnis der Praxis heraus entwickelt wurde(Erne, 1992, S. 50). In der Regel werden die aus Swap-Geschäften resultierenden Verpflichtungen durch Barzahlung beglichen, darum häufig

der (eigentlich überflüssige) Zusatz *Cash Settled* Swap. Einem Swap kann ähnlich wie einer Option ein inhärenter Wert beigemessen werden (siehe hierzu z.B. Hull, 2003).

Der Urvater aller Swaps wurde 1983 zwischen B. F. Goodrich (einem Reifenhersteller mit schlechtem Kreditrating) und der Rabobank (einem niederländischen Agrarbank-konglomerat) in Form eines Kreditswaps geschlossen (Kolb, 2003, S. 771). Vereinfacht dargestellt wollte Goodrich eine Finanzierung zu festen Zinsen, hatte aber besseren Zugang zu variabel (an LIBOR geknüpften) verzinstem Kapital. Die Rabobank suchte auf der anderen Seite nach Kapital zu variablen Zinssätzen. Also beschlossen beide über die Vermittlerbank Salomon Brothers, ihre Kredite und Zinszahlungen auszutauschen. Dieses Vorbild hielt seitdem in hunderten verschiedener Spielarten als Finanzinnovation Einzug in den Kapitalmarkt.

Bei einem Kredit-Swap nehmen zwei Unternehmen Kredite auf und tauschen alle zusammenhängende Zahlungsströme exakt spiegelbildlich aus. Dies führt wirtschaftlich zum selben Ergebnis als würden beide Unternehmen direkt den jeweils anderen Kredit aufnehmen, rechtlich jedoch haben sie keine Verpflichtungen gegenüber dem Kreditgeber des anderen Unternehmens. Dies kann dann sinnvoll sein, wenn ein Unternehmen bessere Konditionen bei einem Kreditgeber erhält (*Comparative Advantage*) und umgekehrt, beide jedoch jeweils lieber den Kredit beim Kreditgeber des anderen aufnehmen würden (Kolb, 2003, S. 680). Dies kann durch die Zahlungsmodalitäten (fester gegen variablen Zinssatz: Zins-Swap) wie im Goodrich-Rabobank-Deal motiviert sein, oder dadurch dass die Währung der jeweiligen Gegenpartei benötigt wird (Währungs-Swap). Zur Verdeutlichung dienen hierbei die beiden Darstellungen aus *Beispiel 2: Der klassische Swap* (Anhang III, S. 47) sowie *Grafik 1: Der klassische Swap* (Anhang V, S. 49).

3.3.3 Der Total Return Swap

Ein Swap-Geschäft muss sich nicht nur auf die Übernahme von Zahlungen aus Passivposten (Kreditaufnahmen) beschränken sondern es ist auch denkbar, dass eine Vertragspartei einen Aktivposten (z.B. eine öffentlich gehandelte Anleihe) hält und die damit zusammenhängenden Zahlungen an einen anderen weitergibt. Ein Total Return (engl. *Gesamtrendite*) Swap bezeichnet nun ein Swap-Geschäft, bei dem außer den aus dem Basisgeschäft resultierenden Zinszahlungen auch positive und negative Zahlungen für Wertveränderungen (z.B. Kursschwankungen der Anleihe) von einer anderen Vertragspartei übernommen werden. Das gesamte Risiko und auch mögliche Renditen aus dem

Aktivposten gehen also von dem Ausführenden des Basisgeschäftes (s.g. *Versicherungsnehmer*, *protection buyer*) auf die andere Vertragspartei (s.g. *Versicherer*, *protection seller*) des Swap-Geschäftes über. Wirtschaftlich stellt sich somit wieder der gleiche Effekt ein, als hätte der Versicherer direkt den entsprechenden Aktivposten übernommen. Da der Versicherungsnehmer vom Versicherer eine vereinbarte Zinszahlung erhält wird der wirtschaftliche Effekt dahingehend erweitert, dass der Versichere den Aktivposten nicht nur übernommen, sondern zusätzlich durch einen Kredit beim Versicherungsnehmer finanziert hätte. Rechtlich jedoch besteht keine Verbindung zwischen dem Versicherer und dem Aktivposten. Zur Verdeutlichung sollen hierzu das *Beispiel 3: Der Total Return Swap* (Anhang IV, S. 48) sowie die *Grafik 2: Der Total Return Swap* (Anhang VI, S. 50) dienen.

3.3.4 Der Equity Swap

Der Equity Swap ist wie auch der Kredit-Swap ein Austausch von Zahlungsströmen. Wie sich aus der Bezeichnung bereits ableiten lässt besteht der Unterschied darin, dass einem Equity Swap ein Eigenkapitalwert (z.B. Aktienportfolio, Index etc.) zu Grunde liegt. Mit Hilfe eines Equity Swaps kann sich beispielsweise ein Vertragspartner an den Ausschüttungen eines dritten Unternehmens beteiligen ohne dessen Aktien mit all den verbundenen Risiken zu erwerben. Der andere Vertragspartner erhält dafür, dass er die Dividendenausschüttungen weitergibt, beispielsweise einen fest vereinbarten Zinssatz oder die Dividende eines weiteren Unternehmens, welches von der Gegenpartei gehalten wird. Der Equity Swap wird häufig zur Risikoadjustierung eines Portfolios eingesetzt, ähnlich wie auch andere Derivate. Es besteht – wie für den Swap typisch – auch hier keinerlei rechtliche Beziehung zwischen dem Swap Partner und dem Unternehmen, dessen Dividende weitergereicht wird. Wie bei allen Swap-Geschäften bietet der Basiswert lediglich eine Referenz zur Bestimmung der Höhe der Zahlungsströme und muss vom Vertragspartner nicht rechtlich unbedingt gehalten werden. Auch die Stimmrechte die aus der Beteiligung resultieren verbleiben bei dem rechtlichen Eigentümer. Das Unternehmen erfährt dabei in den meisten Fällen nichts von dem Swap-Geschäft.

3.3.5 Das Schaeffler Modell: Der Cash Settled Total Return Equity Swap

Fügt man nun alle in den vorherigen Absätzen beschriebenen Begriffe zusammen erhält man den Cash Settled Total Return Equity Swap. Bei diesem vertraglichen Konstrukt werden alle (*Total Return* siehe 3.3.3) Zahlungsströme durch Barmittel (*Cash Settled* siehe 3.3.2) ausgetauscht (*Swap* siehe 3.3.2) die mit einer Eigenkapitalbeteiligung

(*Equity* siehe 3.3.4) zusammenhängen. Die eine Vertragspartei erhält dafür, wie beim Total Return Swap von der anderen eine vereinbarte Zinszahlung. Finanzwirtschaftlich ergibt sich der Effekt als würde die eine Vertragspartei die Aktien selbst halten und hätte den Erwerb über die Aufnahme eines Kredites bei der anderen Vertragspartei finanziert. Rechtlich jedoch ist der Übernehmer der Zahlungen aus der Beteiligung in keiner Weise mit dem Unternehmen verbunden und hält auch keine Stimmrechte.

In unserem Fall hat die Schaeffler KG sowohl mit der Investmentbank Merrill Lynch als auch mit der Royal Bank of Scotland ein solches Total Return Equity Swap-Geschäft über die Aktien der Continental AG abgeschlossen. Dies bedeutet, noch einmal wiederholt, dass die Schaeffler KG alle Dividendenzahlungen der Continental AG von Merrill Lynch (beziehungsweise RBS) erhält. Zusätzlich werden Wertsteigerungen und Wertverluste der Continental-Aktien durch Barzahlungen zwischen Merrill Lynch und der Schaeffler KG ausgeglichen. Dafür zahlt die Schaeffler KG der Bank einen vereinbarten Zinssatz. Merrill Lynch hat das Swap-Geschäft wiederum aufgeteilt und mit einer Vielzahl weiterer Banken ein ähnliches Geschäft abgeschlossen. Das Aufteilen des Vertrages kann zwei Motivationen haben, es kann der Risikostreuung dienen oder aber verhindern, dass zur Absicherung des Geschäftes das Halten einer großen Menge von Aktien durch ein einzelnes Institut erforderlich wird. Jedoch steht nicht fest, ob das Geschäft weder auf Seiten von Merrill Lynch noch von den anderen Banken durch das direkte Halten der Aktien besichert ist, da die Continental Aktie lediglich einen Referenzwert zur Feststellung der Zahlungsströme darstellt. Es ist also auch denkbar, dass die Geschäfte durch Derivate, die ebenfalls an das Schicksal des Referenzwertes geknüpft sind abgesichert wurden. Zur Verdeutlichung soll die *Grafik 3: Das Schaeffler Modell – Der Total Return Equity Swap* (Anhang VII, S. 51) zur Seite stehen.

3.3.6 Unterschiede in der Funktionsweise

Bei einer Call-Option hat der Käufer das unmittelbare Recht den Vertragspartner dazu zu verpflichten, die zu Grunde liegenden Aktien jederzeit in sein Eigentum übergehen zu lassen. Somit besteht zwar de-jure wie auch beim Swap keine direkte Beziehung zwischen dem Optionskäufer und dem Basiswert, de-facto kann der Optionskäufer diese Beziehung mit allen Rechten jedoch jederzeit im Alleingang durch Ausübung der Option aufleben lassen. Weiterhin muss der Optionsverkäufer jederzeit in der Lage sein, die Wertpapiere zu liefern, weshalb er unter Beachtung der Pflichten eines guten Kaufmannes jederzeit die Aktien selbst (oder entsprechende Mittel die zum sofortigen Erwerb

ausreichen) vorrätig halten muss. Beim Total Return Equity Swap muss dies nicht der Fall sein. Der Swap-Partner wird in keiner Weise verpflichtet den Basiswert, wenn er ihn überhaupt hält, an die Gegenpartei zu übertragen. Das Halten des Basiswertes ist dem wirtschaftlichen Kalkül des Swap Partners selbst überlassen. Jedoch ist dieser wirtschaftliche Anreiz nicht zu unterschätzen, beispielsweise im ähnlichen Fall Centennial / Austral Coal: „the banks had an economic incentive to hold Austral Coal shares to hedge their exposure under the swaps“(Parshall & Swain, 2005, S. 24). Beim Swap-Geschäft mit der Royal Bank of Scotland kommt nun hinzu, dass eine Verkaufsverpflichtung der Aktien an Schaeffler bei Kündigung des Swaps vorlag, darum ist es in diesem Fall mehr als wahrscheinlich, dass die unterliegenden Aktien tatsächlich gehalten wurden, beim Swap-Geschäft mit Merrill Lynch gab es eine solche Abrede nicht. Wurde das Geschäft jedoch durch die Aktien besichert, ist zweifelsohne zu berücksichtigen, dass diese nach Kündigung des Swap-Geschäftes von Merrill Lynch veräußert werden müssen, um das Entstehen einer offenen Risikoposition zu verhindern.

4. Rechtliche Beurteilung der Vorgehensweise von Schaeffler

4.1 Mögliche Verletzung der Mitteilungspflichten nach WpHG

4.1.1 Allgemeine Rechtsproblematik

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit der Frage, ob die in § 21 WpHG genannten Schwellenwerte von Schaeffler durch ein Zustandekommen der in Kapitel 3.3 beschriebenen Swap Geschäfte bereits überschritten wurden. Dies würde eine Verletzung der Mitteilungspflichten darstellen und entsprechende Rechtsfolgen gemäß § 39 Abs. 2 Satz 2e WpHG nach sich ziehen. Um sich einer Lösung dieses ausgesprochen komplexen Problems zu nähern, muss zunächst geklärt werden, ob ein oder mehrere der Zurechnungstatbestände der §§ 25 und 22 WpHG erfüllt werden. Während Nr. 1, 3, 5 und 6 des § 22 Abs. 1 WpHG offensichtlich vom vorliegenden Sachverhalt unberührt bleiben, müssen sowohl Nr. 2 als auch Nr. 4 einer ausführlichen juristischen Prüfung unterzogen werden. Es folgen eine Untersuchung des Sachverhalts auf ein Vorliegen abgestimmten Verhaltens im Sinne des § 22 Abs. 2 sowie eine Überprüfung anhand der bankenspezifischen Regelungen des § 23 WpHG.

4.1.2 Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten

§ 25 WpHG wurde durch das Risikobegrenzungsgesetz grundlegend mit dem Ziel erneuert, den vermehrten Einsatz derivativer Finanzinstrumente bei Unternehmensüberahmen zu regulieren. Laut § 25 WpHG, Abs. 1 Satz 1 findet er nur bei Finanzinstrumenten Anwendung, „die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene […] Aktien eines Emittenten […] zu erwerben“. Eine solche rechtlich bindende Vereinbarung in Form von Kaufoptionen gab es nur mit der Royal Bank of Scotland, nicht aber mit anderen beteiligten Finanzdienstleistern (siehe Kapitel 3.2). Die von dieser Kaufoption betroffenen Stimmrechtsanteile blieben aber stets unter 5%, weswegen keine Mitteilungspflichten nach § 25 WpHG entstanden. Im Rahmen der bereits vorgestellten Swap-Geschäfte gab es zu keinem Zeitpunkt ein rechtlich bindendes, direktes Zugriffrecht von Schaeffler auf Conti Aktien. Allerdings konnte Schaffler davon ausgehen, dass die beteiligten Banken, insbesondere Merril Lynch, Aktien der Continental AG zur Absicherung der Swap-Geschäfte halten würden, da dies das übliche Vorgehen von Banken ist. Am Ender der Laufzeit der Swap-Geschäfte besteht kein Grund mehr für die Banken, die Conti-Aktien zu halten. Schaeffler konnte sich also relativ sicher sein, dass zu diesem Zeitpunkt große Mengen an Conti-Aktien auf den Markt kommen mussten, die dann zum Aufkauf bereit stehen. Durch dieses Kalkül gelang es Schaeffler, auf einen Schlag die zur Übernahme notwendigen Stimmrechte zu erwerben, ohne dabei die Meldepflichten des § 25 WpHG zu verletzen (Schanz & Schalast, 2008, S. 16).

4.1.3 Halten von Aktien auf Rechnung des Meldepflichtigen

Gemäß § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG sind einem Meldepflichtigen Stimmrechte aus Aktien zuzurechnen, „die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden“. Um diesen Tatbestand zu erfüllen, müssten den Banken also zunächst einmal Aktien der Continental AG gehört haben. Wie in Kapitel 4.1.2 beschrieben, ist es nicht unwahrscheinlich, dass die Banken die durch den Cash Swap entstehenden Short Positionen durch Ankauf der zugrunde liegenden Aktien abgesichert haben. Allerdings stehen ein Vielzahl anderweitiger Hedging Instrumente zur Verfügung, wie beispielsweise verschiedenartige Optionsgeschäfte, die zwar die gleiche absichernde Wirkung haben, ein Halten der Aktien der Continental AG jedoch nicht erfordern (Bloss & Ernst, 2008, S. 63-65). Da der Öffentlichkeit keine handfesten Informationen

über das interne Vorgehen der verschiedenen Finanzinstitute vorliegen, kann an dieser Stelle nur spekuliert werden (Schanz & Schalast, 2008, S. 18).

Selbst wenn davon auszugehen ist, dass zumindest ein Teil der Short-Positionen durch Aktien der Continental AG gegengesichert wurde, wäre noch zu prüfen, ob die Banken die Aktien „für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten“ haben. „Für Rechnung“ ist gesetzlich nicht weiter qualifiziert, wird also nicht „durch einen fest umrissenen Sachverhalt ausgefüllt“ (Bundeszentrale für politische Bildung (Hrsg.), 2007). Es handelt sich demnach um einen unbestimmten Rechtsbegriff, der einer weiteren Auslegung bedarf. Der Begriff findet sich in unterschiedlichen Gesetzestexten, wie zum Beispiel dem Aktiengesetz (§ 16 Abs. 4 AktG) und wird immer dann verwendet, wenn Eigentum im juristischen Sinne und die wirtschaftliche Zuordnung voneinander abweichen. Es muss also untersucht werden, wer Eigentum an einer Sache hält und wer die wirtschaftliche Chancen und Risiken trägt (VG Frankfurt am Main, M17K06.2675 vom 8.11.07, web2.justiz.hessen.de). Im konkreten Fall kann davon ausgegangen werden, dass die Banken Eigentum an einer unbekannten Menge Aktien der Continental AG halten. Gemäß der Konstruktion der abgesicherten Swap-Geschäfte partizipiert aber lediglich die Schaeffler KG an Dividenden und Kursgewinnen beziehungsweise Kursverlusten. Damit würden die Banken Aktien der Continental AG für Rechnung der Schaeffler KG im Sinne des § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG halten, der Zurechnungstatbestand wäre eigentlich erfüllt. Da aber zumindest offiziell nicht bekannt war, ob überhaupt und wenn ja wie viele Conti-Aktien von den Banken gehalten wurden, konnte Schaeffler einer Meldepflicht im Sinne des § 21 WpHG nicht nachkommen.

4.1.4 Nießbrauch zugunsten des Meldepflichtigen

Gemäß § 22 Abs. 1 Nr. 4 WpHG sind einem Meldepflichtigen Stimmrechte aus Aktien zuzurechnen, „an denen zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist“. Unter Nießbrauch im Sinne des § 1030 BGB ist das Recht am Nutzen oder der Nutzung einer Sache zu verstehen. Ein Nießbrauch ist unvererblich und unveräußerlich (Sittel, 2006, S. 56). Laut § 1068 Abs. 1 BGB kann „Gegenstand des Nießbrauchs […] auch ein Recht sein.“ Demnach handelt es sich um einen Nießbrauch Schaefflers, wenn die Banken Aktien der Continental AG im Rahmen des Swap-Geschäftes halten, da Schaeffler und nicht die Banken selbst den Nutzen aus den Aktien (also Dividendenzahlungen und Kursgewinne) zieht (Schanz & Schalast, 2008, S. 20). Damit wäre der Zurechnungstatbestand des § 22 Abs. 1 Nr. 4 WpHG eigentlich erfüllt. Allerdings kann

auch an dieser Stelle, wie schon in Kapitel 4.1.2 nur darüber spekuliert werden ob, und wenn ja wie viele Aktien der Continental AG die Banken tatsächlich gehalten haben.

4.1.5 Acting in Concert

§ 22 Abs. 2 WpHG regelt abgestimmtes Verhalten, international als *Acting in Concert* bezeichnet, zwischen dem Meldepflichtigem und einem Dritten. Demnach werden dem Meldepflichtigen Aktien zugerechnet, „mit dem der Meldepflichtige […] sein Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen." Da nach allen bekannten Informationen keine direkte schriftliche oder mündliche Vereinbarung zwischen der Schaeffler KG und den Banken vorliegt (Behr, 2008, Abs. 5), muss davon ausgegangen werden, dass abgestimmtes Verhalten nicht „auf Grund einer Vereinbarung" sondern allenfalls „in sonstiger Weise" vorliegt, z.B. in Form von stillschweigendem Einverständnis (Fehr, 15 Juli 2008, Abs. 5). Allerdings ist es fraglich, ob ein stillschweigendes Einverständnis zwischen Schaeffler und den Banken bereits ausreicht, um als abgestimmtes Verhalten „in sonstiger Weise" gewertet zu werden.

Besondere Schwierigkeiten bereitet das Tatbestandsmerkmal „in Bezug auf diesen Emittenten" bei der Beurteilung des Vorgehens von Schaeffler, da sich in der Literatur verschiedene Auslegungsvariationen finden. Nach herrschender Meinung ist darunter lediglich die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft zu verstehen (Schockenhoff & Schumann, 2005, S. 568-610); (Von Bülow, 2003, S. 838); (Noack, 2004, S. 1797); (Casper, 2003, S. 1469-1477); (von Bülow & Buchner, 2004, S. 669-720); (Seibt, 2004, S. 1829-1837). Dem entgegen steht eine Minderheitsmeinung, die das Tatbestandsmerkmal „in Bezug auf diesen Emittenten" deutlich weiter auslegt und dabei nicht nur die gemeinsame Ausübung von Stimmrechten, sondern auch abgestimmte Wertpapierkäufe miteinbezieht (Steinmeyer & Häger, 2007, S. 519); (Riehmer, 2002, S. 492); (Mülbert, 2004, S. 633-642); (Berger & Filgut, 2004, S. 592-603). Begründet wird diese Auslegung mit einem Verweis auf die Parallelnorm des § 22 Abs. 2 WpHG im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, dem § 30 Abs. 2 WpÜG. Nach der Gesetzesbegründung zu dieser Regelung, die auf § 2 Abs. 5 WpÜG verweist, können gemeinsam handelnde Personen auch solche sein, „die ihr Verhalten im Hinblick auf ihren Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft […] abstimmen" (Schanz & Schalast, 2008, S. 22). Die Position der Vertreter dieser weite-

ren Auslegung wurde allerdings durch ein Urteil des Bundesgerichtshofes vom September 2006 massiv geschwächt. Demnach seien durch die Zurechnungsnorm des § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG nur solche Vereinbarungen erfasst, „die sich auf die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft, d. h. nur die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung, beziehen“ (BGH, II ZR 137/05 vom 18.9.2006).

Wird der Rechtssprechung des BGH und der Mehrheitsmeinung in der Literatur gefolgt, wird der Tatbestand des § 22 Abs. 2 WpHG durch den vorliegenden Fall nicht erfüllt. Eine gleichgerichtete Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung der Conti AG durch die Schaeffler KG und die beteiligten Banken wurde zu keinem Zeitpunkt angestrebt und ist auch nicht erfolgt.

4.1.6 Mitteilungspflicht der Banken

Bisher wurde der Sachverhalt lediglich auf das Vorliegen einer Verletzung der Mitteilungspflichten nach § 21 WpHG durch die Schaeffler KG geprüft. In diesem Kapitel soll nun untersucht werden, ob die involvierten Finanzdienstleistungsunternehmen den Erwerb von Aktien der Continental AG hätten melden müssen.

Zunächst ist festzustellen, dass die in den Cash Swap eingebundenen Banken nach den der Öffentlichkeit vorliegenden Informationen nie mehr als knapp unter drei Prozent der Stimmrechte an der Continental AG direkt gehalten haben (Fehr, 16 Juli 2008, Abs. 4). Dadurch wurden die in § 21 Abs. 1a WpHG genannten Schwellenwerte zu keinem Zeitpunkt überschritten, Conti und die BaFin waren nicht zu benachrichtigen. Allerdings gilt es noch zu prüfen, ob ein abgestimmtes Verhalten zwischen den Banken im Sinne des § 22 Abs. 2 WpHG vorgelegen hat. Dabei kann der Argumentation in Kapitel 4.1.4 gefolgt werden, wobei die selben Kriterien wie bei der Prüfung auf ein Acting in Concert zwischen Schaeffler und den Banken angewendet werden. Auch in diesem Fall ist nach der Mehrheitsmeinung und der Entscheidung des BGH (BGH, II ZR 137/05 vom 18.9.2006) das Tatbestandsmerkmal „im Bezug auf diesen Emittenten“ nicht erfüllt, da die Banken keine gleichgerichtete Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung der Continental AG vorgenommen haben.

Selbst wenn mehrere Banken ihr Verhalten im Sinne des § 22 Abs. 2 WpHG abgestimmt hätten, wäre noch zu untersuchen, ob sie nach den Sonderregelungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen des § 23 Abs. 1 und Abs. 4 WpHG von ihren Mittei-

lungspflichten befreit worden wären. Damit die befreiende Wirkung des § 23 Abs. 1 greift, müssen die drei in den Nr. 1 bis 3 genannten Tatbestände kumulativ erfüllt sein. Dazu gehört auch die Bedingung, dass die Stimmrechte „nicht anderweitig genutzt werden, um auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen“ (§ 23 Abs. 1 Nr. 3). Da in der vorliegenden Fallkonstruktion von einem Acting in Concert ausgegangen wird, wäre dieser Tatbestand nicht erfüllt. Auch § 23 Abs. 4 WpHG ist nicht erfüllt, da die Banken bei der Ausübung der Swap-Geschäfte mit Schaeffler nicht als *Market Maker* im Sinne des § 23 Abs. 4 Nr. 1 fungieren (Schanz & Schalast, 2008, S. 24). Die Banken kämen also nicht in den Genuss der liberaleren Sonderregelungen für Finanzdienstleistungsunternehmen des WpHG, die entsprechenden Meldepflichten gelten für sie genauso wie für alle anderen Marktteilnehmer.

4.1.7 Zusammenfassende Bewertung

Der Vorstand der Schaeffler KG hat es durch sein trickreiches Vorgehen geschafft, sämtliche Zurechnungstatbestände der §§ 22 und 25 WpHG zu umgehen und bleibt damit unter den Meldeschwellen des § 21 WpHG. Dabei spielen drei Besonderheiten der Swap-Geschäfte die ausschlaggebende Rolle. Zum einen müssen die Banken zum Absichern der Swap-Geschäfte nicht zwangsweise Conti-Aktien halten. Falls sie es doch tun, bleiben sie stets unter der Grenze von 3%. Zum anderen kommt es zu keinem Zeitpunkt zu einer gemeinschaftlichen Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung von Conti, wodurch der Tatbestand des Acting in Concert laut umstrittener, aber gültiger Rechtssprechung nicht erfüllt wird. Am bedeutsamsten ist jedoch die Tatsache, dass Schaeffler durch die Swap-Geschäfte zu keinem Zeitpunkt im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung dazu berechtigt war, Aktien der Continental zu erwerben. Dadurch wird insbesondere der § 25 WpHG umgangen und ein *Anschleichen* an Conti erst ermöglicht. Es werden keine Meldepflichten nach WpHG verletzt (BaFin, 2008c, Abs. 3).

4.2 Mögliche Verletzung der Pflichten nach WpÜG

4.2.1 Allgemeine Rechtsproblematik

Im Folgenden soll eine mögliche Verletzung zweier zentraler Pflichten des WpÜG durch die Schaeffler KG geprüft werden. Zum einen stellt sich die Frage, ob es Schaeffler versäumt hat, ein durch die Swap-Geschäfte bedingtes Pflichtangebot gemäß § 35 Abs. 2 WpÜG abzugeben. Zum anderen ist zu untersuchen, ob die Schaeffler AG ihr

Übernahmeangebot im Sinne des § 10 WpÜG rechtzeitig veröffentlicht und zuvor der BaFin sowie den relevanten Börsen mitgeteilt hat. Eine Verletzung beider Pflichten würde schwerwiegende Sanktionen gemäß des achten Abschnitts des WpÜG nach sich ziehen.

4.2.2 Verpflichtung zur Abgabe eines Angebotes

Gemäß § 35 Abs. 2 WpÜG muss „der Bieter", also Schaeffler, spätestens vier Wochen „nach der Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle" über die Continental AG ein Pflichtangebot abgeben. Der Rechtsbegriff „Kontrolle" ist laut § 29 Abs. 2 definiert als ein „Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft". Welche Stimmrechte dem Bieter zuzurechnen sind, ist abschließend in § 30 WpÜG kodifiziert. Auf Grund des vom Gesetzgeber gewünschten, aber nicht unumstrittenen Gleichlaufs (vgl. Drinkuth, 2008, S. 14-16); (Haarmann & Wildberger, 2007, S. 13) der §§ 22 Abs. 1 und 2 WpHG und 30 Abs. 1 und 2 WpÜG entsprechen sich die Regelungen einander. Daher gelten die in den Kapiteln 4.1.2 bis 4.1.4 angestellten Überlegungen über die Zurechnungstatbestände des § 22 Abs. 1 und das Acting in Concert im Sinne des § 22 Abs. 2 WpHG entsprechend für § 30 WpÜG. Demnach halten weder die Banken Stimmrechte auf Rechnung von Schaeffler, noch ist ein Nießbrauch zu Gunsten des Bieters bestellt; ein Acting in Concert liegt nach der in Kapitel 4.1.4 vorgestellten Rechtssprechung des BGH ebenfalls nicht vor.

4.2.3 Veröffentlichungspflicht durch Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

Nach § 10 Abs. 1 und 3 WpÜG hat die Schaeffler KG eine getroffene Übernahmeentscheidung unverzüglich „durch Bekanntgabe im Internet" und „über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem" zu veröffentlichen. Dieser Veröffentlichung muss gemäß § 10 Abs. 2 WpÜG eine Vorabmitteilung vorausgehen (Bauer et al., 2004, WpÜG § 35, Rn. 168), welche die Geschäftsführungen aller Börsen, an denen Conti Aktien oder entsprechende Derivate gehandelt werden, sowie der BaFin über die Übernahmepläne in Kenntnis setzt.

Um beurteilen zu können, ob Schaeffler diese Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten verletzt hat, müssen drei zentrale Fragen geklärt werden: Zu welchem Zeitpunkt ist die Entscheidung Schaefflers zu Übernahme von Conti gefallen, wann ist sie nach außen getreten und wie ist das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich" im Sinne des § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG auszulegen?

Laut § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ist das entscheidende Tatbestandsmerkmal, das zum Entstehen einer Veröffentlichungs- beziehungsweise Meldepflicht führt, das Vorliegen einer „Entscheidung zur Abgabe eines Angebots“. Zu welchem Zeitpunkt eine Entscheidung vorliegt, „ist im Gesetz nicht definiert und damit die Hauptquelle für Unsicherheit über den Zeitpunkt der Veröffentlichungspflicht“ (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 28). Grundsätzlich liegt eine Übernahmeentscheidung nicht erst dann vor, wenn alle Details über deren genauen Ablauf geklärt wurden, sondern wenn ein grundlegender Entschluss darüber gefasst wurde, ob das Zielobjekt überhaupt akquiriert werden soll. Um tiefergehende Besonderheiten des Übernahmeangebots klären zu können, lässt der Gesetzgeber dem Bieter deshalb gemäß § 14 Abs. 1 Satz 1 bis zu vier Wochen Zeit, um die Angebotsunterlage bei der BaFin einzureichen. Wann genau solch ein grundlegender Entschluss in der Realität als zustande gekommen gilt, lässt sich nur schwer bestimmen.

Unternehmenszusammenschlüsse gehören zu den komplexesten strategischen Themengebieten, die es in der Betriebswirtschaftslehre gibt. Eine Entscheidung mit derartiger Tragweite entwickelt sich in einem langwierigen Abwägungsprozess, was es schwierig gestaltet, festzustellen, ab welchem genauen Zeitpunkt der endgültige Entschluss gefallen ist. So bemerkte Frau Maria-Elisabeth Schaeffler in einem Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung: „Da gibt es nicht den ‚einen‘ Moment. Sie sitzen nicht am Mittagstisch und beschließen: So, morgen kaufen wir Conti. So eine Entscheidung wächst. Man unterhält sich: Wäre das was? Dann schläft man eine Nacht drüber, denkt: Warum eigentlich nicht“ (Meck & Theurer, 14 Dezember 2008, Abs. 24). Der Zeitraum, in dem die Entscheidung noch nicht gefallen ist, aber schon im Raum steht, kann von den Entscheidungsträgern eines Unternehmens bis zu einem gewissen Maß gedehnt werden, um sich besser auf die Übernahme vorbereiten zu können (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 20).

Außerdem wird dem Bieter zugestanden, einen Überraschungsangriff durchzuführen, was eine relativ lange Vorbereitungszeit bei gleichzeitiger Geheimhaltung der Übernahmepläne voraussetzt (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 21). All diese Überlegungen gestalten eine Bestimmung des Zeitpunktes, an dem eine Übernahmeentscheidung endgültig gefallen ist, äußerst komplex. Daher kann hier nur schwer generalisiert werden, es müssen die Besonderheiten jedes Einzelfalls berücksichtigt werden, wobei die

Sichtweise eines unabhängigen Dritten und nicht die des Bieters maßgeblich ist (Schanz & Schalast, 2008, S. 27).

Da keine oder nur sehr wenige Informationen über die internen Entscheidungsprozesse der Schaeffler KG bekannt sind, lässt sich nur sehr schwer sagen, wann genau beschlossen wurde, die Continental AG zu übernehmen. Allerdings ist es in diesem Zusammenhang interessant zu bemerken, dass die Geschäftsführung von Schaeffler bereits im März 2008 erste Swap-Geschäfte mit Finanzinstituten abgeschlossen hat, die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots aber erst am 15. Juli 2008 veröffentlicht wurde (Financial Times Deutschland (Hrsg.), 21. August 2008, Abs. 4). Von Seiten Schaefflers heißt es, man habe dies lediglich getan um „eine gewisse Kurssicherung" vorzunehmen, eine Entscheidung sei zu diesem Zeitpunkt noch nicht gefallen (Meck & Theurer, 14 Dezember 2008, Abs. 26). Trotzdem kann der Abschluss der Swap-Geschäfte als wichtiges Indiz für das Vorliegen einer Entscheidung zur Übernahme gewertet werden, erfüllt aber für sich alleine betrachtet noch nicht den Tatbestand.

4.2.4 Nach-Außen-Treten der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

„Nach dem Nach-Außen-Treten der Entscheidung" bestehen jedoch keine Zweifel mehr an der Existenz einer Entscheidung zur Abgabe eines Angebots im Sinne des § 10 WpÜG (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 28). Jetzt sind die Gefahren für die Aktionäre der Zielgesellschaft durch Insiderhandel so groß, dass im Sinne des Schutzzweckes des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (vgl. Santelmann, 2003, S. 3) die Zielgesellschaft und der Kapitalmarkt über die Übernahmepläne informiert werden müssen. Wann eine Entscheidung als nach außen getreten gilt, ist gesetzlich nicht definiert. Da dadurch, wie beschrieben, ein Hauptschutzzweck des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes angesprochen wird, sollte an die Erfüllung dieses Tatbestandsmerkmals „keine zu hohen Anforderungen gestellt werden" (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 26). Insbesondere im vorliegenden Fall ist durch die Einbindung des Vorstandes und einiger Mitarbeiter der Schaeffler KG sowie mehrerer Finanzinstitute und anderer Dritter in die Vorbereitung der geplanten Übernahme die Wahrscheinlichkeit überdurchschnittlich hoch, dass Informationen ungewollt an die Öffentlichkeit gelangen. In dem Moment, in dem „Angestellte des Bieters, die an der Entscheidung selbst nicht beteiligt sind, oder . . . Berater oder Banken" über das Bestehen einer Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots informiert werden, gilt die Entscheidung als nach außen getreten (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 26).

Durch welche Ereignisse und zu welchem Zeitpunkt die Entscheidung der Schaeffler KG nach außen getreten ist, lässt sich auf Grund der mangelhaften Informationslage nur sehr eingeschränkt beurteilen. Selbst über das genaue Datum, an dem Schaeffler den Vorstand der Continental AG über die geplante Übernahme in Kenntnis gesetzt haben soll, gibt es Uneinigkeit. Einige Quellen datieren dieses offizielle Gespräch auf den 14. Juli 2008 (Schanz & Schalast, 2008, S. 28), andere sprechen von einem „kurzen Gespräch“ in der vorhergehenden Woche (Seidlitz, 14. Juli 2008, Abs. 2); (Continental AG – Investor Relations, 2008b, Abs. 1). Für letztere These sprechen einige wenige Pressemeldungen, die bereits in der Zeit nach dem 12. Juli von Gerüchten über eine mögliche Übernahme der Continental AG berichten (Financial Times Deutschland, 21. August 2008, Abs. 2).

4.2.5 Unverzügliche Veröffentlichung der Entscheidung

Wenn also davon auszugehen ist, dass ein Nach-Außen-Treten der Entscheidung zwischen dem 12. und 14. Juli 2008 stattgefunden hat, stellt sich die Frage, ob die Vorabmitteilung und die Veröffentlichung der Übernahme gemäß § 10 WpÜG am 15. Juli 2008 noch rechtzeitig erfolgt ist. Nach § 10 Abs. 1 Satz 2 WpÜG muss die „Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich“ veröffentlicht werden.

„Unverzüglich“ ist in § 121 BGB legaldefiniert als „ohne schuldhaftes Zögern“. Eine konkrete qualitative oder quantitative Einordnung wird vom Gesetzgeber nicht vorgenommen, es handelt sich also um einen unbestimmten Rechtsbegriff, der einer weiteren Auslegung bedarf (vgl. Bundeszentrale für politische Bildung (Hrsg.), 2007). Da sich die übernahmerechtlichen Regelungen des WpÜG in der Realität auf eine Welt der vernetzten Finanzmärkte beziehen, in der Informationen weltweit in Sekundenbruchteilen ausgetauscht werden, spricht vieles dafür, „unverzüglich“ als äußerst kurzfristigen Zeitraum auszulegen. Nach Meinung von Bauer et al. muss der Bieter, also Schaeffler, seine Veröffentlichungspflichten nach § 10 WpÜG kennen, „benötigt also keine weitere Zeit“ (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 29). Konkret bedeutet dies, dass Schaeffler nach der Vorabmitteilung lediglich eine halbe Stunde Zeit bleibt, um die Übernahmeentscheidung „über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem oder das Internet zu veröffentlichen (Bauer et al., 2004, WpÜG § 10, Rn. 30). Die Vorabmitteilung selbst hat nach Meinung von Geibel & Süßmann „sofort“ zu erfolgen (Geibel & Süßmann, 2008, WpÜG § 10, Rn. 32), Schanz & Schalast sprechen von „wenigen Stunden“ (Schanz & Schalast, 2008, S. 26).

Dieser Argumentation folgend, kam die Mitteilung und Veröffentlichung der Übernahmepläne am 15. Juli 2008 zu spät. Vom Zeitpunkt des Nach-Außen-Tretens der Entscheidung, über die Übermittlung der Vorabmitteilung an die Geschäftsführungen der Börsen und die BaFin, bis hin zu Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots hätten allerhöchstens wenige Stunden vergehen dürfen.

4.2.6 Zusammenfassende Bewertung

Die Frage, ob Schaeffler vor dem Erwerb der Aktienpakete von Merril Lynch ein Pflichtangebot hätte abgeben müssen, kann klar verneint werden. Der Argumentation aus Kapitel 4.1 folgend liegt keine Kontrolle im Sinne des § 35 WpÜG vor. Schwieriger gestaltet sich die Prüfung auf Verletzung der Veröffentlichungspflichten des § 10 WpÜG. Nach Auswertung aller bekannten Informationen ist die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots vermutlich bereits im Frühjahr und nicht erst Anfang Juli gefallen. Dafür spricht, dass bereits im März Swap-Geschäfte mit Finanzdienstleistern abgeschlossen wurden und dass die Angebotsunterlage bereits am 30. Juli 2008 eingereicht wurde; die Erstellung einer solchen Angebotsunterlage dauert normalerweise deutlich länger als nur 15 Tage. Wann die Entscheidung nach außen getreten ist, lässt sich nicht mit abschließender Sicherheit sagen, vermutlich aber zwischen dem 12. Und 14. Juli 2008. Da die Veröffentlichung gemäß § 10 WpÜG unverzüglich, also allerhöchstens wenige Stunden nach dem Nach-Außen-Treten der Entscheidung, zu erfolgen hat, kam die am 15. Juli erfolgte Veröffentlichung der Übernahmepläne zu spät. Demnach hätten Sanktionen gemäß des achten Abschnittes des WpHG erfolgen müssen.

5. Kritische Fallbewertung

Der Fall Schaeffler / Conti hat maßgebliche Bedeutung für die Frage der Finanzaufsichtsregulierung in Deutschland. Da besonders in den Zeiten der aktuellen Finanzkrise solche feindlichen Übernahmen zunehmend interessant werden – „diese Anschleichtaktiken in 2009 eigentlich . . . Konjunktur haben werden“ (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 63) – stellt sich die Frage, ob die gegenwärtigen Mechanismen, so wie sie in dieser Arbeit dargestellt wurden, ausreichend sind, um die Effizienz des Marktes nachhaltig zu gewährleisten und Anleger vor möglichen Schäden zu bewahren. Diese möglichen Schäden würden in erster Linie aus Informationsassymetrien entstehen. Der Anleger, der ohne zu wissen, dass ein Übernahmeversuch unmittelbar bevorsteht, verkauft, ist im Nachteil, da er doch eine Prämie auf seine Wertpapiere hätte erhalten kön-

nen. Der Sinn und Zweck der sogenannten Anschleichstrategien, so wie sie Schaeffler betrieb, ist es, die Information der Übernahme so lang wie möglich zurückzuhalten um möglichst günstig Aktien im Vorfeld zu erwerben, beziehungsweise den Zugriff sicher zu stellen (beispielsweise mit einem Swap-Geschäft). Der Gewinn des angreifenden Unternehmens ist dabei jedoch der Verlust der schlechter informierten Aktionäre (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 57). Diese opportunistische Gewinngenerierung ist jedoch volkswirtschaftlich nicht effizient. Aus diesem Grund existieren Regelungen, um solche Informationen frühzeitig beziehungsweise, mit dem entsprechenden Wortlaut des Gesetzes, umgehend zu veröffentlichen. Daher stellt sich die Frage ob diese existierenden Regelungen, welche im zweiten Kapitel dargestellt wurden, in ausreichendem Maße ihren Zweck erfüllen.

Besonders auffällig am Fall Schaeffler ist, dass die bestehenden Regelungen anscheinend bewusst unterlaufen wurden und ein bemerkenswert widersprüchliches Verhalten an den Tag gelegt wurde. In den Medien erzählte die Schaeffler KG zwei verschiedene Geschichten, teilweise sogar in ein und derselben Zeitung. Seibt meint dazu: „[D]as ist eines der größten Leistungen von Scheffler und für mich auch das größte Mysterium, wie es ihnen gelungen ist, links zu blinken und rechts abzubiegen“ (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 56). Denn auf der einen Seite wurde gegenüber den Aktionären der Continental AG recht eindeutig kommuniziert, dass Schaeffler jederzeit auf die von den Swap-Geschäften betroffenen Aktien zurückgreifen kann und somit die Übernahme quasi bereits abgeschlossen sei. Jedoch auf der anderen Seite wurde – um wahrscheinlich möglichen rechtlichen Konsequenzen zu entgehen – immer wieder beteuert, dass es sich bei den Swap-Geschäften lediglich um Kurssicherungen handele und Schaeffler selbst ja nur ein sehr geringer Prozentsatz der Continental-Aktien zuzurechnen sei, nämlich diejenigen, die sich im direkten Besitz befinden. Bei der zweiten Version wurde stets darauf abgestellt, dass die Swap-Geschäfte durch einen reinen Barausgleich (Kurssicherungsgeschäft) abzuwickeln seien und nicht durch Aktienlieferung. Dies erklärte Schaeffler auch immer wieder gegenüber der BaFin (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 54-56). Objektiv betrachtet erscheint es ziemlich abwegig, dass man sich ohne exakte Vorplanung dazu entscheidet, ein Kurssicherungsgeschäft um 28% der Aktien eines DAX 30 Unternehmens abzuschließen (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 60), da es sich doch hierbei um ein Transaktionsvolumen von weit über 2 Mrd. Euro handelt. Obwohl die Geschäfte pro-forma in bar abzuwickeln waren ändert

nichts an der überdurchschnittlichen Wahrscheinlichkeit, dass Merrill Lynch die zur Sicherung des Geschäftes gehaltenen Aktien nach Kündigung Schaefflers andienen wird, da sie anders nicht in der Lage wären, die Aktien marktschonend und zu besten Konditionen zu veräussern. Genau hierzu ist die Investmentbank insbesondere durch eine so genannte *Best Execution Clause* innerhalb von lediglich 10 Werktagen verpflichtet (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 55). Ebenso auffällig an dem Swap-Vertrag ist, dass Merrill Lynch auch berechtigt war, die Aktien in ein Übernahmeangebot (sogar zu schlechteren Konditionen als zu Marktkonditionen) einzubringen, wenn sie diese veräußern muss (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 55). Es drängt sich die Frage auf, warum solch zielgerichtete Vereinbarungen getroffen wurden, sollte es sich doch tatsächlich lediglich um eine reine Kurssicherung handeln.

Die Tätigkeit und Aufsichtsfunktion der BaFin in dem vorliegenden Fall kann nur als enttäuschend bezeichnet werden. Wie aus dem Experteninterview mit Christoph H. Seibt deutlich wurde, hat die BaFin die Zeit bis zum 21. August mehr oder weniger „abgesessen“ (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 54). Die Tatsache, dass die BaFin Merrill Lynch nicht in einer Koordinatoren-Rolle sieht, obwohl diese selbst von Seiten Schaefflers so dargelegt wurde, ist bezeichnend für eine gewisse Ignoranz gegenüber Fakten beziehungsweise Indizien. Von Seiten Continentals wurden der BaFin zahlreiche Dokumente zugeleitet, welche die auch hier angesprochenen Indizien detailliert darlegen, jedoch folgte die BaFin in ihrer Argumentation eher der Klassifizierung der Swap-Geschäfte nach ihrem Namen und weniger nach ihrem atypischen Inhalt. Seibt sagt hierzu: „[Es] ist so wie bei Margritte: ‚Ceci nèst pas une pipe’. Über die Pfeife zu sagen, das ist keine Pfeife. Dadurch kann ich aber normalerweise die Behörde nicht an der Nase herumführen, in dem ich dem einfach einen Namen gebe und dann vertraglich etwas anderes regele, aber es hat geklappt.“ (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 56).

Bei dem vorliegenden Fall scheint es sich im Wesentlichen um ein Rechtsdurchsetzungsproblem zu handeln. Wie in dieser Arbeit festgestellt wird und wie auch Seibt bestätigt, hätte man „da schon sehr viel daraus machen können“ (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 57). Die Rechtsgrundlagen, die besonders durch § 10 WpÜG gegeben werden, hätten ausreichend sein sollen, um das Verhalten zu unterbinden. Auch, so Seibt, sei die BaFin mit ausreichenden Ermittlungsbefugnissen ausgestattet, um Umgehungsversuche aufzudecken. Es mangelt lediglich an der besseren Ausübung

dieser Befugnisse und an stärkeren Sanktionsmöglichkeiten (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 58 und 61).

Zu ersterem ist zu sagen, dass die BaFin beispielsweise bei ihren Ermittlungen das Zielunternehmen stärker einbeziehen sollte, schließlich hat dieses ein vitales Interesse an dem Verlauf der Ermittlungen und kann möglicherweise kritische Informationen beisteuern. Im vorliegenden Fall blieb es Continental unbekannt, ob die Dokumente, welche an die BaFin gesendet wurden, überhaupt in die Ermittlungen einbezogen wurden. Konkret wurden beispielsweise eidesstattliche Erklärungen von Seiten Continentals über den Zeitpunkt der ersten Gespräche zwischen den beiden beteiligten Unternehmen von der BaFin ignoriert und konträre Aussagen ohne eine solche eidesstattliche Versicherung akzeptiert (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 58).

Zu den Sanktionsmöglichkeiten ist zu sagen, solange sich diese lediglich auf ein Bußgeld beschränken, die Gefahr besteht, dass bewusst gegen dass Gesetz verstoßen wird und die antizipierten Konsequenzen schlicht als weiterer Aufwand in die Kalkulation aufgenommen werden. Besteht beispielsweise für ein Unternehmen die Möglichkeit durch die Informationszurückhaltung 100 Euro einzusparen und sieht sich das Unternehmen dafür nur einer Geldbuße von 50 Euro ausgesetzt, wird sich der betriebswirtschaftlich opportunistisch ausgerichtete Angreifer wahrscheinlich eher für den nicht gesetzeskonformen Weg entscheiden. Es ist zu prüfen, ob möglicherweise effizientere Abschreck- oder Sanktionsmechanismen eingesetzt werden können, die sich nicht nur monetär auswirken, sondern darüber hinaus gehen, wie beispielsweise eine eventuelle Unterlassungsverfügung der Aktienlieferung aus Derivativ-Geschäften (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 61).

Durch die Popularität, die der Fall in der gesamten Öffentlichkeit erreicht hat, bleibt zu hoffen, dass die notwendige Reform eine gewisse Startenergie erhält. Man sollte davon ausgehen, dass die Gesetzgebung sowie die Rechtsprechung aber vor allem auch die BaFin als Durchsetzungsorgan bei zukünftigen Transaktionen aus den Fehlern, die in diesem Fall gemacht wurden, lernt und dafür sorgt, dass die bestehenden Regelungen zum Schutz der Markteffizienz und -transparenz nicht auf Dauer untergraben werden.

6. Abschließende Betrachtung und Ausblick

Der Fall Schaeffler / Conti beschreibt durch seine bisherige Einzigartigkeit (zumindest in Deutschland) einen wichtigen Punkt in der Anpassung und Weiterentwicklung der inländischen Kapitalmarktregulierung. Innerhalb des zweiten Kapitels wurde dargelegt, welche Normen bestehen und welchen Zweck diese Normen verfolgen, nämlich die Sicherung der Markteffizienz und -transparenz in Verbindung mit der Regulierung der BaFin als Allfinanzaufsicht. Im dritten Kapitel wurde die Übernahme in ihrer Komplexität dargestellt, um infolgedessen in dem vierten Kapitel anhand der rechtlichen Prüfung beurteilt zu werden. Das Ergebnis dieser rechtlichen Prüfung ist, dass die Schaeffler KG zumindest nach § 10 WpÜG die für den Kapitalmarkt vitale Information ihrer Übernahmepläne zu spät veröffentlicht hat. Es drängt sich der Eindruck auf, dass Schaeffler bewusst die herrschende Gesetzgebung gebeugt, wenn nicht sogar eindeutig umgangen hat.

Zahlreiche Indizien, die in dieser Arbeit dargelegt wurden, stärken den Eindruck, dass diese Übernahme aus Sicht des Marktschutzes nicht zufriedenstellend ablief, auch wenn diese Meinung von dem zuständigen Aufsichtsorgan, der BaFin, nicht geteilt wird. Eine diesbezügliche Kritik wurde im vorletzten Kapitel auf der Grundlage des Experteninterviews mit Christoph H. Seibt ausgearbeitet.

Diese Arbeit kommt daher zu dem Ergebnis, dass es sich hierbei um ein Rechtsdurchsetzungsproblem handelt, dem dringend entgegengewirkt werden muss. Ansonsten besteht die Gefahr, dass das Verhalten Schaefflers zahlreich kopiert wird und dies zu einer Unterhöhlung des Marktschutzes führt. Hinsichtlich der Kapitalmarkttransparenz besteht in diesem Zusammenhang besonderer Reformbedarf. Es ist sicherlich nicht auszuschließen, dass immer wieder neue und innovative Finanzprodukte auf den Kapitalmarkt kommen. Hier muss dringend Sorge dafür getragen werden, dass diese viel früher und deutlicher erfasst werden und rechtzeitig Gelegenheit besteht, regulierend einzugreifen.

Dennoch sind die zuständigen Behörden nicht untätig, so wird Anfang des nächsten Jahres ein Expertengremium zusammentreten, um Konsequenzen, die aus diesem Beispielfall zu ziehen sind, zu prüfen und entsprechend zu reagieren (Seibt, Experteninterview, Anhang VIII, S. 62). Auch wenn der Fall Schaeffler / Conti abgeschlossen scheint, wird er noch weite Kreise ziehen. Folgt man der Meinung dieser Arbeit und

tadelt das Verhalten Schaefflers, so ist and dieser Stelle darauf hinzuweisen, dass selbst das trickreichste Verhalten manchmal nicht vor Schaden schützen kann. Die Tatsache, dass Schaeffler, als ohnehin stark verschuldetes Unternehmen, es wohl inzwischen bereut, mitten in einer Automobilkrise 75 Euro je Aktie für ein Unternehmen, dessen Börsenwert bei rund einem Drittel liegt und das 2008 keine Dividende abwirft, zahlen zu müssen. Ebenso bereuen werden es die Banken, die Finanzierungsbestätigungen abgegeben haben und sich verpflichtet haben, rund 40% der überschüssigen Aktien aus dem Investorenagreement aufzunehmen. Dass sich Schaeffler damit möglicherweise mit dieser Übernahme selbst in Schwierigkeiten gebracht hat schmälert nicht die Erkenntnis, dass die Mechanismen der inländischen Kapitalmarktregulierung sowie die damit verbundenen Tätigkeiten der BaFin dringend reformbedürftig erscheinen.

Literaturverzeichnis

BaFin (2008a). *Die BaFin stellt sich vor*. Abgerufen am 20. Dezember 2008 unter: http://www.BaFin.de/cln_109/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Broschueren/flyer__bafin,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/flyer_bafin.pdf

BaFin (2008b). *Jahresbericht der BaFin ´07*. Abgerufen am 20. Dezember 2008 unter: http://www.BaFin.de/cln_109/nn_722834/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2007/jb__2007__gesamt,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb_2007_gesamt.pdf

BaFin (2008c). *Keine Verletzung von Meldepflichten bei Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt*. Abgerufen am 20. Dezember 2008, unter: http://www.bafin.de/cln_109/nn_722552/sid_A1B35DD49F54D0AD9C3E8A6655064389/SharedDocs/Mitteilungen/DE/Service/PM__2008/pm__080821__conti.html?__nnn=true

Bain, K. & Howells, P. (2000). *Financial Markets and Institutions*. London: FT Management.

Bauer, H., Diregger, C., Doralt, P., Grunewald, B., Kalss, S., Schaal, H., et al. (2004). *Münchner Kommentar zum Aktiengesetz* (2.Auflage). München: Beck.

Benkhoff, W. & Engelen, K. (2001, 8. November). Widerstand gegen Eichels Pläne einer integrierten Finanzmarktkontrolle wächst – Ausschuss des Bundestages fragt Experten. *Handelsblatt*. Abgerufen am 20. Dezember unter: http://www.handelsblatt.com/archiv/fuer-die-reform-der-finanzaufsicht-wird-es-knapp;475729

Berger, K. & Filgut, E. (2004). Acting in concert nach § 30 II WpÜG. *Die Aktiengesellschaft*, S. 592-603.

Bloss, M. & Ernst, D. (2008). *Derivate: Handbuch für Finanzintermediäre und Investoren*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.

Brandt, U. (2008). Transparenz nach RisikobegrenzungsG – und darüber hinaus?. In *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2008* (Heft 11, S. 442). Frankfurt am Main.

Bundesgerichtshof, Aktenzeichen II ZR 137/05 vom 18.9.2006. Abgerufen am 17.12.2008 unter: http://lexetius.com/2006,2539

Bundesministerium der Justiz (Hrsg.). (2008). *Bundesgesetzblatt Teil I*. Abgerufen am 20.12.2008 unter: http://www.bundesgesetzblatt.de/?main=041

Bundeszentrale für politische Bildung (Hrsg.) (2007). *Duden Recht – Unbestimmter Rechtsbegriff*. Bonn: Pressestelle Bundeszentrale für politische Bildung. Abgerufen am 26.11.2008 unter: http://www.bpb.de/wissen/ECT45Q,0,0,unbestimmter_Rechtsbegriff.html

Busch, A. (2003). *Staat und Globalisierung: Das Politikfeld Bankenregulierung im internationalen Vergleich*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.

Casper, M. (2003). Acting in Concert: Grundlage eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis*, 1469-1477.

Continental AG (2008a). *Konzernbilanz*. Abgerufen am 23.12.2008, unter: http://www.conti-onli-ne.com/generator/www/com/de/continental/portal/themen/ir/finanzberichte/01_berichte/download/ag_2007_de.pdf

Continental AG – Investor Relations. (2008b). *Continental AG bestätigt erstes Gespräch über ein mögliches Engagement der Schaeffler-Gruppe*. Abgerufen am 20. Dezember 2008, unter: http://www.conti-onli-ne.com/generator/www/com/de/continental/portal/themen/ir/news_adhoc/ad_hoc/ad_hoc_2008_0714_de.html

Deutsche Bundesbank. (2004, 22. April). *Informationen zur Durchführung der laufenden Überwachung der Institute*. Abgerufen am 20. Dezember unter: http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/aufsichtsschreiben.pdf

Dibelius, A. (2005). Mergers & Acquisitions: Schnittstelle zwischen Unternehmen und Kapitalmärkten. In Picot, G. (Hrsg.), *Handbuch Mergers&Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration* (3. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Drinkuth, H. (2008). *Risikobegrenzungsgesetz: Sinnvolle Kapitalmarktbeschränkung für mehr Transparenz*. CMS Hasche Sigle: Frankfurt a.M. Abgerufen am 17.12.2008 unter: http://deutsche-boer-se.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downlo-ads/33_going_being_public/20_workshops/805_ssws_180608/Drinkuth_Risikobegrenzungsgesetz_2008-06-17.pdf

Erne, R. (1992). *Die Swapgeschäfte der Banken*. Berlin: Duncker & Humblot.

Fehr, B. (2008, 15. Juli). Conti-Übernahmeversuch: Wie Schaeffler und die Banken die Meldepflicht aushebelten. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Abgerufen am 28.11.2008, unter: http://www.faz.net/s/RubEC1ACFE1EE274C81BCD3621EF555C83C/Doc~E71A0348D4B1C4D1A80121FBF820D19E5~ATpl~Ecommon~Scontent.html

Fehr, B. (2008, 16. Juli). Deutsche Banken helfen Schaeffler: Bafin untersucht Swapgeschäfte mit Conti-Aktien. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Abgerufen am 4.12.2008, unter: http://www.faz.net/s/RubEC1ACFE1EE274C81BCD3621EF555C83C/Doc~EA3FEF8026FAF466F83BBD5A27C19C0E4~ATpl~Ecommon~Scontent.html

Financial Times Deutschland (Hrsg.) (2008, 21. August). Wie Schaeffler um Conti kämpfte. *Financial Times Deutschland*. Abgerufen am 19.12.2008, unter: http://www.ftd.de/unternehmen/industrie/:Chronologie_Wie_Schaeffler_um_Conti_k%E4mpfte/403149.html

Frach, L. (2008). *Finanzaufsicht in Deutschland und Großbritannien: Die BaFin und die FSA im Spannungsfeld der Politik*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften

Geibel, S. & Süßmann, R. 2008. *Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Handelsgesetz* (2. Auflage). München: Beck.

Granville, D. L., & Olivier. (2000). *Bond Pricing and Portfolio Analysis.* Cambridge: MIT Press.

Grünbichler, A. & Darlap, P. (2003). Integration of EU financial markets supervision: Harmonisation or unification? *Journal of Financial Regulation and Compliance* (Vol. 12, Nr. 1), S. 36-44.

Haarmann, W. & Wildberger, J. (2007). *Risikobegrenzungsgesetz: Schutz vor Private Equity, Hedge Fonds, ausländischen Staatsfonds und anderen unerwünschten Investoren*. Haarmann Früchtück, Recht & Steuern: Frankfurt a.M. Abgerufen am 17.12.2008 unter: http://www.haarmann.com/german/sozietaet/steuerfruehstueck/index.html?getDownloadFile=10

Handelsblatt (Hrsg.). (2008, 16. Juli). Conti will kein Opfer sein. *Handelsblatt*. Abgerufen am 10.12.2008, unter: http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/conti-will-kein-opfer-sein;2012300;0

Heilmann, S. (2003). Capital Market Reforms as an Economic and Political Process. *REGEM Analysis* (Nr. 1, S.1). Universität Trier. Abgerufen am 20. Dezember unter: www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no1eng.pdf

Hull, J. C. (2003). *Options, Futures and Other Derivatives.* Upper Saddle River: Prentice-Hall.

Kolb, R. W. (2003). *Futures Options and Swaps.* Oxford: Blackwell Publishing.

König, W. (2008). Das Risikobegrenzungsgesetz – offene und gelöste Fragen. In *Betriebs-Berater (BB) 2008* (S. 1910-1914). Köln.

Leuering, D. (2007). Der Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz, in *NRW-Spezial 2007* (Heft 15, S. 607). Bonn.

Maier, A., Spiller, K., & Clausen, S. (2008, 11. November). Der Fall Schaeffler (2): Der Schlachtplan. *Financial Times Deutschland* , S. 8.

Meck, G. & Theurer, M. (2008, 14. Dezember). Schaeffler greift Conti an: „Wir gehen unbeirrt unseren Weg“. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Abgerufen am 19.12.2008, unter:

http://www.faz.net/s/RubD16E1F55D21144C4AE3F9DDF52B6E1D9/Doc~EA2D4CF3B7E804279854D89010826960F~ATpl~Ecommon~Scontent.html

Mülbert, P. (2004). Umsetzungsfragen der Übernahmerichtlinie: Erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften der WpÜG. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 633-642.

Niemeyer, Jonas. (2001). Where to go after the Lamfalussy Report? *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance* (Nr. 482, S. 33-37). Stockholm: Stockholm School of Economics. Abgerufen am 20. Dezember unter: http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf

Noack, U. (2004). §30 WpÜG. In: Schwark, E. (Hrsg.). *Kapitalmarktsrechtskommentar*. München: Beck Verlag.

Parshall, M., & Swain, J. (Vol. 24 Issue 8. August 2005). Takeovers Panel demands derivatives disclosure. *International Financial Law Review* , S. 23-25.

Pfab, A. (2008). *Die WpÜG-Reform 2006: Änderungen und Auswirkungen*. Marburg: Tectum Verlag.

Picot, G. (2006). Übernahmerechtlicher vs. Aktienrechtlicher Squeeze-Out. *M&A Review*, 12/2006.

Picot, G. (2008). Übernahme durch die Hintertür. *M&A Review*, 8 | 9/2008.

Riehmer, K. (2002). In: Haarmann, W., Riehmer, K. & Schüppen, M. (Hrsg.) *Öffentliche Übernahme*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft.

Rönnberg, J. & Tolckmitt, J. (2007). *Banking business in Germany: An overview* (2. Auflage). Frankfurt am Main: Fachverlag Moderne Wirtschaft.

Santelmann, M. (2003). *Angebotsunterlagenhaftung: Die Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen bei öffentlichen Wertpapier- und Übernahmeangeboten nach § 12 WpÜG im Kontext konkurrierender Anspruchsgrundlagen und im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen*. Berlin: Tenea-Verlag.

Schaeffler (2008a, 30. Juli). *Angebotsunterlage - Freiwilliges Öffentliches Übernahmeangebot*. Abgerufen am 20.11.2008, unter: http://www.schaeffler-angebot.de/index.php?id=65

Schaeffler (2008b, 15. Juli). *Schaeffler Gruppe strebt strategische Beteiligung an der Continental AG an*. Abgerufen am 18.12.2008, unter: http://www.fag.de/content.fag.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2922880

Schaeffler (2008c, 30. Juli). *Schaeffler Gruppe veröffentlicht Angebot an die Aktionäre der Continental AG*. Abgerufen am 18.12.2008, unter: http://www.fag.de/content.fag.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2924190

Schaeffler (2008d, 22. August). *Schaeffler hat Swap-Geschäft gekündigt*. Abgerufen am 18.12.2008, unter: http://www.fag.de/content.fag.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2927361

Schaeffler (2008e, 2. September). *Schaeffler Gruppe erreicht Übernahmeziel bei Continental*. Abgerufen am 18.12.2008, unter: http://www.fag.de/content.fag.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2927943

Schaeffler (2008f, 22. September). *Aktionäre der Continental AG dienen Schaeffler Gruppe 82,41 Prozent der Aktien an der Continental AG an*. Abgerufen am 18.12.2008, unter: http://www.fag.de/content.fag.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2929488

Schaeffler (2008g, 19. Dezember). *EU-Kommission genehmigt Continental-Übernahme durch Schaeffler*. Abgerufen am 18.12.2008, unter: http://www.fag.de/content.fag.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2941824

Schanz, K. & Schalast, H. (Hrsg.) (2008). *Schaeffler KG/Continental AG im Lichte der CSX Corp.-Entscheidung des US District Court for the Southern District of New York*. Frankfurt am Main: Frankfurt School of Finance and Management.

Schockenhoff, M.; Schumann, A. (2005). Acting in Concert: Geklärte und ungeklärte Rechtsfragen. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 568-610.

Schwintowski, H.-P., & Schäfer, F. A. (1997). *Bankrecht: Commercial banking, Investment Banking.* Köln: Heymann.

Seibt, C. (2004). Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestandes in § 30 II WpÜG (Acting in concert). *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis*, 1829-1837.

Seidlitz, F. (2008, 14. Juli). Continental bestätigt erstes Übernahmegespräch. *Die Welt Online*. Abgerufen am 20.12.2008, unter: http://www.welt.de/wirtschaft/article2206709/Continental_bestaetigt_erstes_Uebernahme_Gespraech.html

Sittel, A. (2006). *Der Nießbrauch an Gesellschaftsanteilen*. Veröffentlichte Dissertation, rechtswissenschaftliche Fakultät, Universität Köln.

Spiller, K. (18. August 2008). Conti stellt Bedingungen. *Financial Times Deutschland*. Abgerufen am 10.12.2008, unter: http://www.ftd.de/unternehmen/industrie/:Ringen_mit_Schaeffler_Conti_stellt_Bedingungen/401302.html

Steinmeyer, R. & Häger, M. (2007). *WpÜG Kommentar*. Berlin: Erich Schmidt.

Verwaltungsgericht Frankfurt am Main, Aktenzeichen 1 E 3049/05 vom 18.5.2006. Abgerufen am 17.12.2008 unter: http://web2.justiz.hessen.de/migration/rechtsp.nsf/0/b831d1a91a791d4bc12571bf00379bd0?OpenDocument

Von Bülow, C. (2003). *Kölner Kommentar WpÜG und AktG*. Köln: Heymanns.

Von Bülow, C. & Buchner, T. (2004). Abgestimmtes Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 669-720.

Anhang

I Tabelle 1: Die Übernahme im chronologischen Verlauf

Chronologische Übersicht		Direkte Beteiligung	Swaps
28. Februar:	Frau Schaeffler erwirbt börslich 0,002% der Continental-Aktien zum Preis von 67,20 Euro/Aktie	0,002%	0%
17. März	Abschluss des Swap-Geschäfts mit der Royal Bank of Scotland (RBS) über 4,95%, sowie des Swap-Geschäft mit Merrill Lynch über 28% der Continental-Aktien	0, 002%	32,95%
2. Juli – 5. Juli	Schaeffler Holding erwirbt börslich 3,06% der Continentalaktien zwischen 63,20 Euro/Aktie und 69 Euro/Aktie	3,06%	32,95%
15. Juli	Erklärung das Beteiligung von 30% angestrebt wird und Abgabe eines inoffiziellen Übernahmeangebots zu 69,37 Euro/Aktie	2,97%	32,95%
28. Juli	Schaeffler KG erwirbt außerbörslich 4,95% aus einem bestehenden Swapgeschäft mit der RBS zu 63,48 Euro/Aktie	8,01%	28%
30. Juli	Offizielles Übernahmeangebot zu 70,12 Euro/Aktie	8,01%	28%

21. August	Erhöhung des Angebots auf 75 Euro/Aktie Kündigung des Swap-Geschäfts mit Merill Lynch International	8, 01% *	0%
27. August	Schaeffler KG wurden 40,31% zu 75 Euro angedient	51,23% *	
16. September	Schaeffler KG wurden weitere 42,1% zu 75 Euro angedient	90,19%	
19. Dezember:	Genehmigung der Übernahme durch die EU-Kommission		

*geschätzt

II Beispiel 1: Optionen

Angenommen ein deutsches Unternehmen erwartet in drei Monaten eine Zahlung von 100.000 USD für die heutige Lieferung einer Maschine zum Preis von 70.000 Euro. Um sicherzugehen, dass der Dollarbetrag den bei der Auslieferung kalkulierten Preis der Maschine in Euro auch in drei Monaten noch wiederspiegelt schließt das Unternehmen eine Put-Option über 100.000 USD zum Strike von 0,70 Euro/USD und der Laufzeit von drei Monaten ab. Das Unternehmen hat nun das Recht in drei Monaten beim Stillhalter der Option die 100.000 USD für 70.000 Euro zu verkaufen, das Risiko aus Wechselkursschwankungen ist somit eliminiert. Zusätzlich hat das Unternehmen noch die Möglichkeit an einer eventuellen Aufwertung des Dollars zu profitieren (sogenannte „Upside“) da es lediglich das Recht, nicht aber die Pflicht hat die Option auszuüben.

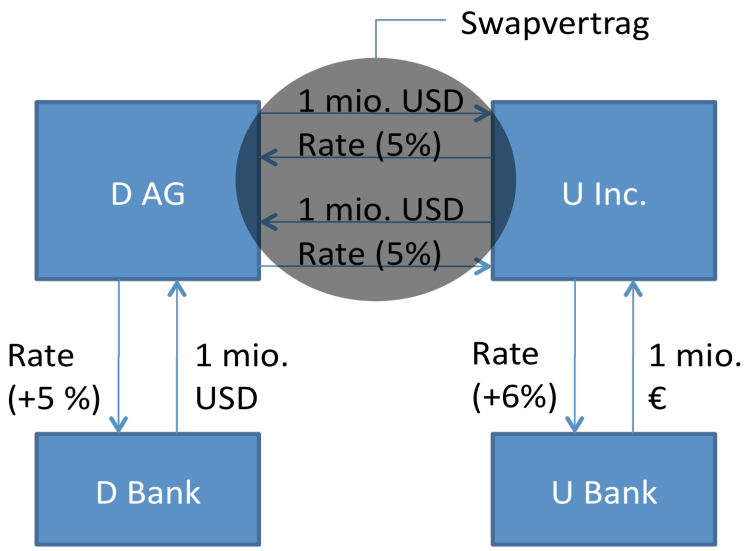
III Beispiel 2: Der klassische Swap

Die D-AG benötigt 1 Mio. USD um eine Produktionsstätte in den USA aufzubauen. Die U-Inc. benötigt 1 Mio. Euro um eine Produktionsstätte in Deutschland aufzubauen. Die U-Inc. fragt bei der deutschen D-Bank an und diese bietet ihr die benötigten Mittel zu 7% p.a. an. Genauso fragt die D-AG bei der US-Bank an und würde ebenfalls einen Zinssatz von 7% erhalten. Da die D-Bank nun in langjähriger Geschäftsbeziehung zu der D-AG steht, ist die D-Bank bereit einen Kredit über 1 Mio. Euro zu 5% p.a. an die D-AG zu vergeben. Die US-Bank ist aus gleichen Gründen bereit der, ihr bekannten, U-Inc. einen Kredit über 1 Mio. USD zu 6% p.a. zu gewähren. Die D-AG nimmt nun den Euro-Kredit bei der D-Bank auf und die U-Inc. den USD-Kredit bei der U-Bank. D-AG und U-Inc. schließen zusätzlich ein Swap-Geschäft dergestalt ab, dass die D-AG 1 Mio. USD von der U-Inc. erhält, die U Inc. dafür die benötigten 1 Mio. Euro. Die D-AG verpflichtet sich in diesem Swap-Geschäft die laufenden Tilgungen aus dem Kredites der U-Inc. bei der U-Bank Inc. an die U-Inc. zu zahlen, genauso verpflichtet sich die U-Inc. der D-AG die Tilgungsbeträge des Kredites der D-AG bei der D-Bank zu zahlen. Vertragspartner der D-Bank ist jedoch nach wie vor lediglich die D-AG, es bestehen somit keinerlei Ansprüche der D-Bank gegenüber der U-Inc. und umgekehrt. Theoretisch müssen weder D-Bank noch US-Bank von dem Swap-Geschäft und dem jeweils anderen Unternehmen erfahren.

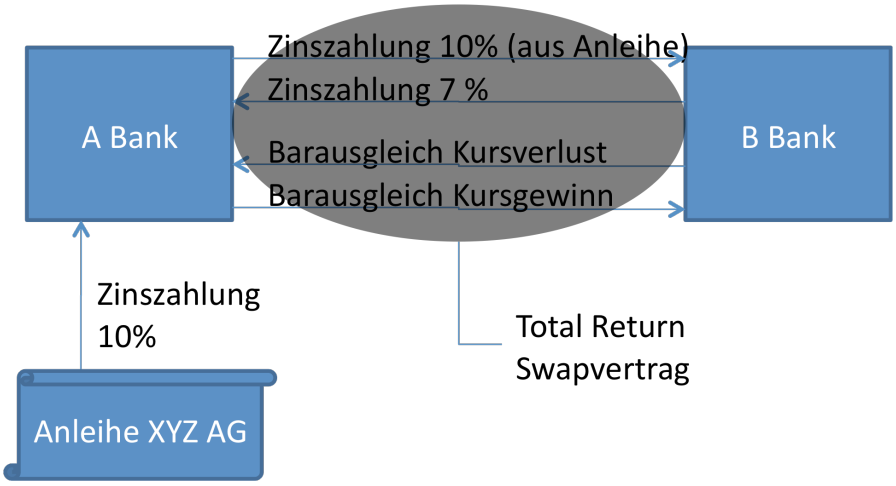
IV Beispiel 3: Der Total Return Swap

Die A Bank kauft eine öffentlich gehandelte, mit 10% festverzinste Anleihe der XYZ AG. Hierfür erhält sie regelmäßige Zinszahlungen, muss aber auch damit rechnen, dass durch steigende Kapitalmarkzinsen der Wert der Anleihe sinkt oder durch sinkende Zinsen steigt (siehe hierzu z.B. Granville & Olivier, 2000). Die XYZ AG hat zusätzlich ein schlechtes Bonitäts-Rating, was zwar den hohen Zinssatz rechtfertigt aber auch ein Insolvenzrisiko der XYZ AG beinhaltet. Die konservative A Bank ist nicht an den möglichen Gewinnen aus der Wertsteigerung interessiert, sondern möchte volatilitätsfreie Cashflows. Sie würde sich zudem mit niedrigeren Zinszahlungen begnügen, wenn dafür das Ausfallsrisiko geringer ist. Folglich schließt sie mit der risikobereiteren B Bank einen Total Return Swap ab. Die B Bank erhält sowohl die Zinszahlungen aus der Anleihe, als auch eine Barauszahlung für Wertsteigerungen. Dafür erhält die A Bank einen vereinbarten Zinssatz von 7% und einen Ausgleich für mögliche Kursverluste der Anleihe. Für einen außenstehenden Dritten hält die A Bank nach wie vor die Anleihe der XYZ AG, das wirtschaftliche Ergebnis trägt jedoch die B Bank.

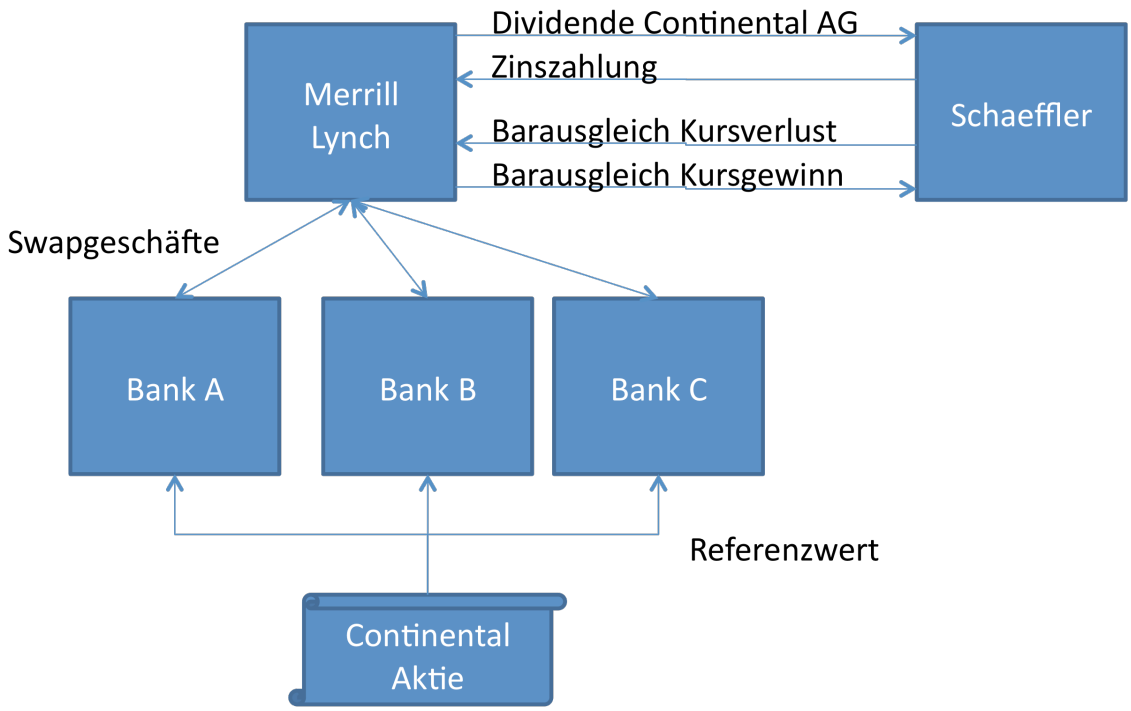
V Grafik 1: Der klassische Swap



VI Grafik 2: Der Total Return Swap



VII Grafik 3: Das Schaeffler Modell – Der Total Return Equity Swap



VIII Experteninterview

Protokoll des Experteninterviews mit Herrn Prof. Dr. jur. Christoph H. Seibt, LLM im Rahmen einer Telefonkonferenz um 17:00 Uhr am Samstag, den 27.12.2008.

Christoph H. Seibt ist als Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht in der Praxisgruppe Unternehmensrecht der internationalen Anwaltssozietät Freshfields Bruckhaus Deringer in Hamburg tätig, bei welcher er seit 2000 Partner ist. Seine Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Umstrukturierung (Reorganisation), Unternehmenskauf, GmbH-Recht, Aktienrecht und Unternehmensnachfolge (Familiengesellschaften). Im Hinblick auf den vorliegenden Fall ist Herr Prof. Seibt Anwalt der Continental AG.

Das Interview basiert auf den gemeinsam erarbeiteten nachfolgenden Fragen, die Prof. Seibt vor der Telefonkonferenz per Email erhalten hat:

1. Wie beurteilen Sie das Vorgehen von Schaeffler vor dem Hintergrund der einschlägigen Normen im WpÜG und WpHG? Befinden wir uns in einer Grauzone oder gar im illegalen Bereich?
2. Schaeffler erklärte gegenüber den Aktionären der Continental AG unverblümt, dass ein de-facto Zugriff auf die von den Swap-Geschäften betroffenen Aktien besteht. Gleichzeitig wird gegenüber der BaFin und kritischen Stimmen die Zurechenbarkeit abgestritten, um den gesetzlichen Regelungen zu entgehen. Wie stehen Sie zu diesem widersprüchlichen Verhalten?
3. Wie bewerten Sie die neugeschaffenen Transparenzregeln des WpHG im Rahmen des Risikobegrenzungsgesetzes, besonders im Bezug auf diesen Fall?
4. Ist die aktuelle Rechtslage ausreichend, um innovativen Finanzprodukten, wie sie im Falle Schaeffler-Conti eingesetzt wurden, Rechnung zu tragen – und/oder sollte die Rechtssprechung entsprechend reagieren?
5. Wie schätzen Sie einen möglichen Schaden für Aktionäre und andere Interessensgruppen ein, der durch das Vorgehen der Schaeffler KG herbeigeführt wurde? Welche Rolle spielt dabei der Insiderhandel?

Das Interview führten Markus Arnold und David Dell. Die nachfolgende Niederschrift ist das Wortprotokoll dieses Interviews, dass mit Einverständnis von Herrn Prof. Seibt aufgezeichnet wurde.

Arnold: Dann gehen wir das gerne mal durch zusammen.

Seibt: Ja, phantastisch. Also erstens: Wie beurteilen Sie das Vorgehen von Schaeffler vor dem Hintergrund WpÜG und WpHG? Die bisherige Diskussion leidet darunter, dass man über die sogenannten Schaeffler-Swaps spricht, ohne die genaue vertragliche Konstruktion zu kennen. Es war auch nach unserer Auffassung als Rechtsberater von Continental klar, dass normale Equity-gesettled Swaps weder unter das WpHG fallen, also 22, 1, 2 noch unter 25 WpHG oder unter 30, 1, 2 WpÜG, weil es im Wesentlichen eben keinen Lieferanspruch gibt, weder rechtlich noch tatsächlich, wenn es sich um einen normalen Cash Equity Swap handelt, dann ist es ja tatsächlich ein reines Kurssicherungsgeschäft oder Wettgeschäft, das nicht darauf gerichtet ist, auch nicht in seiner wirtschaftlichen Struktur, dass physische Aktien geliefert werden. Das ist dann anders, um mal mit dem einfachsten Fall anzufangen, wenn es sich eben gerade nicht um Cash-gesettled Swaps handelt, sondern um Equity-gesettled Swaps. Das heißt, am Ende der Vertragslaufzeit nicht ein Barausgleich stattfindet, sondern ein Ausgleich, der in bar plus Aktienlieferung oder nur in Aktienlieferung erfolgt. Und das ist nach herrschender Meinung auch so, wenn dem Stillhalter oder dem wettenden Unternehmen ein Wahlrecht zukommt, ob er denn am Ende der Vertragslaufzeit, eine Bargeldleistung haben möchte oder eine Aktienlieferung. Das sozusagen zu den Grundlagen.

Und jetzt war eigentlich aus unserer Sicht die einzige Frage, war die besondere Gestaltung der Schaeffler-Swaps eine solche, die diese Grenze überschritten hat? Um es vorweg zu nehmen, wir kennen bis heute auch nicht die Vertragskonstruktionen, aber wir hatten eine Reihe von Hinweisen bekommen und Indizien, wie denn diese Swaps ausgestaltet waren. Die sind auch in unserer Stellungnahme, die Ihnen noch zugeht, aufgeführt. Das beginnt damit, eines der wesentlichen Elemente der Doppelstufigkeit der Swapkonstruktion. Nämlich einmal mit Merrill Lynch als Koordinator und dann die Aufteilung oder die Subbeauftragung weiterer Banken mit Paketen unter 3% durch Merrill Lynch. Daran sind zwei Dinge bedeutsam gewesen:

Erstens, dass ausnahmslos oder fast ausnahmslos Banken ausgewählt worden waren für diese 2,99%, die bislang keinerlei Erfahrung hatten bei Cash-gesettled Swaps. Also man hat – Merill Lynch hat ausdrücklich Privatbanken genommen, deren finanzielles Risiko eigentlich auch viel zu groß war, so dass eigentlich nicht davon auszugehen war, dass

die wirklich Cash-gesettled Kurssicherungsgeschäfte machen wollten, sondern die wollten größere Sicherheit haben, dass sie die Aktien auch wieder los werden.

Zweitens, die Aufteilung auf die mindestens 9 Banken zu Paketen unter 2,99%. Es gibt ja zwei Schwellenwerte nach dem WpHG, nämlich einmal unter 3%, da muss ich mich melden, habe aber die Stimmrechte, oder und das ist das besondere bei Finanzprodukten, die nicht in Aktien bestehen, unter 5% und im Handelsbestand halten und keine Stimmrechte ausüben. Und schon überraschend war die Aufteilung auf so viele Banken und die Stückelung auf unter 3%, so dass im Umkehrschluss deutlich war, dass man eine Konstruktion gewählt hat, die es erlaubte, dass die in diesem Geschäft vollkommen unerfahrenen Banken ihre Stimmrechte behalten…für die unterliegenden Aktien.

Interessanterweise hat die BaFin in ihrer Pressemitteilung vom 21. August nicht feststellen haben wollen, dass es überhaupt einen Koordinator gäbe, obwohl Herr Geißinger das in mehreren Interviews, einmal in diesem öffentlichen Interview oder in der öffentlichen Telefonkonferenz am 15. Juli und dann am 17. oder 18. Juli, das habe ich im Kopf nicht mehr, in der Süddeutschen Zeitung in einem Interview alles so beschrieben hat, aber die BaFin hatte keine Möglichkeit, behauptet sie, das irgendwie festzustellen. Wir haben versucht herauszubekommen, was die BaFin überhaupt gemacht hat, auch über persönliche Kontakte im BMF, und uns ist nicht deutlich geworden, dass sie überhaupt irgendetwas ermittelt hätten, sondern es sieht für uns so aus, als ob sie einfach die Zeit abgesessen hätten. Sie haben ja die Zeit genau abgesessen bis zum 21. August, an dem Tag, an dem sowieso, nämlich kurz vorher bekannt gegeben worden ist, dass das Investmentagreement geschlossen worden ist und zwei Stunden später, nachdem die Nachricht raus kam, haben die dann einfach gesagt, übrigens wir haben auch unsere Ermittlungen eingestellt. War aber auch Sommerzeit.

Welche Besonderheiten gibt es noch? Es gab zum Beispiel, eines der ganz wesentlichen Elemente ist, wie viel Zeit habe, also wie viel Zeit – wie ist überhaupt die Funktionsweise dieser Swaps? Ich geh mal davon aus, dass sie die kennen, aber ein wesentliches Element ist, wie das Settlement stattfindet. Also wenn jetzt jemand eine Wette eingeht, nämlich zu sagen: Kurs der Conti-Aktie 50 Euro und wenn sie steigt am Ende der Zeit, dann findet ein Barausgleich statt. Wenn sie über 50 gestiegen sind, dann bezahlst du Bank mir den Differenzbetrag zwischen 50 und heute und wenn sie unter 50 ist, bezahl ich dir den Differenzbetrag. Das zweite Element dieses Differenzbetrages ist nämlich

nicht die 50, sondern das was heute ist, zum Zeitpunkt der Kündigung des Geschäftes, da findet normalerweise folgendes Verfahren statt, damit die Bank nicht auf irgendwelchen Problemen hängen bleibt, nämlich in dem man sagt, es kommt nicht auf den Börsenkurs drauf an, sondern auf den tatsächlich erreichten Durchschnittskurs – allerdings begrenzt durch bestimmte Schwellen oder Sicherheitsgrenzen, Caps, damit die Bank so zu sagen die Aktien nicht irgendwo verschleudert. Und deswegen, das nennt man auch Best Execution Clause, also die Bank ist verpflichtet, das ergibt sich auch aus den Banküberwachungsvorschriften, ist verpflichtet ein Geschäft nach besten Möglichkeiten durchzuführen, Best Execution halt, also immer den besten Auftrag anzunehmen und nicht zu verschleudern. Und Merril Lynch wusste, da Merrill Lynch jedenfalls das Gesamtkonzept kannte, dass es 28% unterliegende Aktien gibt. Und die wissen natürlich auch, wie lange es dauert, 28% Conti-Aktien marktschonend nach Best Execution in den Markt zu geben. Und das dauert je nach, also genau kann man es natürlich nicht sagen, aber es dauert ungefähr zwischen 50 bis 70 Handelstagen. Aber vereinbart haben die gegenüber Merrill Lynch eine Best Execution Phase von etwa 10 Handelstagen. Also war ihnen klar, bei Eingehen dieses Geschäftes, verkaufen werde ich die nie können.

Dell: Außer an Schaeffler.

Seibt: Außer an Schaeffler und die haben auch, was ungewöhnlich ist, also das ist schon un-gewöhnlich und das was noch ungewöhnlich war, dass sie eine Regelung vorgesehen hatten, die es ihnen erlaubte, die Aktien nicht in den Markt zu geben, sondern auch in ein Übernahmeangebot, das ein Dritter rausgelegt hat, selbst wenn der Übernahmepreis oder der Angebotspreis unter dem Börsenkurs liegt. Und zwar mit der Begründung: na ja, also, wenn ich eben zu viele Aktien in den Markt gebe, dann mag das auch sozusagen fallen und vielleicht mag ich auch in der Zeit, die ich habe, nämlich an 10 Handelstagen gar nicht in der Lage sein, alle Aktien zu verkaufen, also ist auch Best Execution in ein niedrigeres Übernahmeangebot einzuliefern. Genauso wieder wie es der Fall war – der Aktienkurs lag ja über dem Angebot. Es war also immer noch, das hatten ja viele in der Presse, wie Herr Fehr zum Beispiel in der FAZ gesagt: Nö, es dürften die eigentlich gar nicht darein liefern, sonder die müssten ja zu dem höheren Preis irgendwie in den Markt abgeben. Nein, es gab eben diese atypische Vertragsgestaltung.

Und so gab es eine Reihe von weiteren atypischen Vertragsgestaltungen, die wir auch aufge-führt haben in unserem Schriftsatz gegenüber der BaFin, bei der wir meinten, dass dieser ganze Vertrag zwar pro-forma noch ein Cash-gesettled Derivative ist, aber im wesentlichen durch vertragliche Gestaltung klar war, dass Aktien geliefert werden würden. Und eine solche, das ist so wie bei Margritte: „ Ceci nèst pas une pipe“ – über die Pfeife zu sagen, das ist keine Pfeife. Dadurch kann ich aber eigentlich normalerweise die Behörde nicht an der Nase herumführen, in dem ich dem einfach einen Namen gebe und dann vertraglich etwas anderes regele, aber es hat geklappt. Insofern muss man das ja neidlos anerkennen, dass der Etikettenschwindel geklappt hat.

Dell: Darauf, wenn ich Sie kurz unterbrechen darf, wollten wir auch so ein bisschen mit unserer zweiten Frage hinaus, dadurch, dass öffentlich, also durchaus auf der einen Seite klar war, dass die Aktien Schaeffler zufallen werden, und dass Schaeffler es ja auch so selbst gesagt hat, in den Pressemitteilungen auf der anderen Seite, die Überschrift des Vertrages keine Auslieferung vorsieht. Und das ist ja dann ein widersprüchliches Verhalten.

Seibt: Ja, das ist eines der größten Leistungen von Schaeffler und für mich auch das größte Mysterium, wie es ihnen gelungen ist, links zu blinken und rechts abzubiegen. Nämlich auf der einen Seite zu sagen: Pass mal auf Conti, das ist ja alles ganz schrecklich, dass ihr euch hier wehrt, das ist nämlich vollkommen unsinnig, denn wir haben ja sowieso schon die Kontrolle. Und deswegen auch der Appell an den Vorstand mit der Verteidigung aufzuhören, oder eine Politik der verbrannten Erde einzuschlagen, weil das Übernahmeverfahren ja schon beendet sei, man habe ja schon die Kontrolle. Und auf der umgekehrten Seite, immer wenn die BaFin – und das hatte man auch sehr öffentlich über Interviews gemacht, wir haben schon die Kontrolle und deswegen ist es eben unsinnig, sich dagegen zu verteidigen – und wenn die BaFin auftauchte, zu sagen: Ich weiß auch nicht, woher das kommt, wir haben doch erst 8% oder 7,98%. Und dass man beide Strategien fahren konnte und zum Teil auch in den gleichen Zeitungen, ist auch ein gewisser Mangel natürlich an der journalistischen Ausbildung, denn die haben zum Teil am gleichen Tag oder jedenfalls an zwei Tagen hintereinander beide Geschichten erzählt in den Zeitungen. Besonders enttäuschend ist für mich da die FAZ, obwohl ich die seit, weiß ich nicht, über 30 Jahren abonniert habe, oder so etwas, dass die nicht in der Lage waren, zu verstehen, dass es zwei ganz unterschiedliche Geschichten waren, die Schaeffler erzählt hat.

Was kann man daraus machen? Also ich finde, man hätte da schon sehr viel daraus machen können. Angefangen vom Verbot der Marktmanipulation, 20a WpHG, man hätte sich da als Anleger was überlegen können – aber ist nicht passiert.

Dell: Also als Anleger dann?

Seibt: Ja, es ist natürlich immer die Frage, was man für ein Charakter ist. Also ein wesentliches Thema ist ja eigentlich sowieso warum – DSW hat das ja auch erst jetzt irgendwie verstanden, nicht im Sommer – wenn die Financial Times Deutschland geschrieben hat, durch dieses Manöver oder durch diese Anschleichtaktik, habe Schaeffler zwischen 400 bis 600 Mio. Euro gespart, dann bedeut dieses Sparen ja eigentlich nur, dass Anleger ihre Aktien zu einem Preis verkauft haben, zu dem sie nicht verkauft hätten, wenn sie Transparenz gehabt hätten.

Dell: Also ist das quasi dann der Schaden der Anleger.

Seibt: Das ist eigentlich der Schaden der Anleger. Es hängt natürlich alles daran, ist das noch ein legales Verhalten? Denn dann ist das eben so, wie der Gesetzgeber halt eben keine voll-ständige Beteiligungstransparenz geregelt und wälzt damit den Schaden auf die Anleger, die ihre Aktien in dieser nicht vollständigen Transparenz verkauft haben, ab. Komischerweise, der Gesetzgeber wollte eigentlich schon eine vollständige Beteiligungstransparenz schaffen, aber, und zwar jedenfalls in solchen Fällen, in denen eigentlich klar ist, wirtschaftlich, dass eine Partei letztendlich Aktien geliefert bekommt und damit Stimmrechte ausüben kann. Und hier war ja von vorneherein klar, dass eine Übernahme geplant war und die war ja auch relativ frühzeitig angekündigt.

Dell: Denken Sie dann, dass hier die BaFin sich einfach falsch verhalten hat bzw. dass sie von der Rechtslage her, von der Gesetzeslage her, das ausreichend war, allerdings die BaFin das nicht ausreichend umgesetzt hat?

Seibt: Letztlich kann ich leider nicht sagen, da wir eben nicht wissen, was die BaFin tatsächlich gemacht hat. Eins der Dinge, um die ich mich jetzt sozusagen in Zukunft kümmere ist, die Rechte der Zielgesellschaften zu erweitern, und ich glaube, die Zielgesellschaften sollten irgendeine Möglichkeit haben, an dem Verfahren beteiligt zu werden und die Aktien zu kennen, denn wie gesagt, die Zielgesellschaften haben überhaupt keine Möglichkeit, auf das Verfahren Einfluss zu nehmen und zu sagen: Hier, wir haben übrigens von unseren Banken mitgeteilt bekommen, so sehen die Vertragsdinge aus.

Zum Beispiel unsere Stellungnahmen, die wir an die BaFin geschickt haben, das ist ja schon sehr weitgehend. Die meisten Unternehmen haben so etwas ja auch nie gemacht, sondern haben gesagt, da ich nicht sicher bin, dass die BaFin das überhaupt liest, bringt das vielleicht gar nichts. Und wir haben eine Vielzahl von Stellungnahmen und auch tatsächlichem Material an die BaFin geschickt und ob die BaFin das überhaupt berücksichtigt hat, verstanden hat, wissen wir einfach nicht. Es ist ja auch in der Presse bekannt geworden, dass wir z. B. eidesstattliche Versicherungen abgegeben haben über die ersten Gespräche zwischen Frau Schaeffler und Herrn Geißinger auf der einen Seite und Herrn Wennemer und Herrn Hippe auf der anderen Seite. Und wir haben dann auch nur über, sagen wir, private Quellen gehört, dass die BaFin gesagt hat, na ja also, das ist schon beeindruckend, eidesstattliche Versicherung auf der anderen Seite, Herr Geißinger, den wir irgendwie gefragt haben, hat allerdings ohne eidesstattliche Versicherung irgendwie gesagt: Ne, das war ganz anders, und das würde mich schon interessieren, wenn da einer als eides-stattliche Versicherung, also mit der Kenntnis der Strafbarkeit etwas sagt und der andere ohne jegliche Sanktionen etwas anderes sagt, ob das eigentlich Gleichgewicht ist, also wie da eigentlich Beweismittel auch gewertet werden, ist vollkommen intransparent. Ich glaube, ich weiß nicht, ob Sie meinen Beitrag in der Börsenzeitung kannten oder kennen, da gab es so ein Schreiben der Dax-Finanzvorstände und dazu gab es eine Stellungnahme von mir in der Börsenzeitung, und da habe ich die These verfochten, dass das jetzige Recht bereits die Transparenz gefordert hätte.

Also, dass ist jetzt eher ein Durchsetzungsproblem und hatte, weil man ja nicht die BaFin beschimpft, gesagt, aber kann sein, dass die BaFin auch das nicht hätte feststellen können, obwohl, wenn man sich die Ermittlungsbefugnisse der BaFin anguckt, die ja bis zur Wohnungsdurchsuchung oder so etwas hätte gehen können. Aber, ich glaube, die haben da diese Ermittlungsbefugnisse nur sehr zurückhaltend, wenn überhaupt.

Arnold: Meinen Sie denn, bei jetzigem Recht der Einfluss des Risikobegrenzungsgesetzes?

Seibt: Da hat sich nichts geändert.

Arnold: Da hat – ach so o.k.

Seibt: Also, die Befugnisse, die sind schon vorher erweitert worden oder die hätten jedenfalls ausgereicht.

Arnold: O.k., interessant. Ja, wir warnen ja auch innerhalb unserer Arbeit, dass wir eben merken, dass die staatliche Regulierung oder die Aufsicht meistens den innovativen Produkten von der Regulierung her etwas hinterher hinkt. Wie würden Sie das denn dann in diesem Zusammenhang sehen?

Seibt: Ja, das ist natürlich typischerweise so, dass in allen technisch beeinflussten Rechtsgebieten und Finanzprodukten, sind aber auch technische Produkte, es immer die Gefahr gibt, dass die Regulierung hinterher hinkt, weil es erst die Produkte gibt, die entwickelt werden vor dem Hintergrund einer existierenden Gesetzgebung – es sei denn, man hat so weitreichende Generalklauseln oder eine sogenannte Principal-based Gesetzgebung, also wie die Engländer, die einfach nur Grundprinzipien haben, was allerdings zu einer erhöhten Rechtsunsicherheit führt, weil, wann man eben solche Generalklauseln hat, da fällt eben sehr viel drunter, aber man weiß nicht, ist es eben davon erfasst. Das führt aber dazu, dass die pure Abschreckung erfolgt oder erfolgen würde und man sagt, also das jetzt irgendwie unerlaubt wäre, mache ich das nicht oder ich melde es. Das kann allerdings, also das ist jetzt nicht nur gut, weil es eben auch dazu führen kann, dass bestimmte Finanzprodukte gar nicht entwickelt werden, die vielleicht einen hohen volkswirtschaftlichen Nutzen haben.

Und das Andere ist bei dieser Beteiligungstransparenz, dass eine Regelung, die dazu führt, so wie jetzt in England vorgesehen oder in der Schweiz vorgesehen, die jegliche derivative Vermeldung erzwingt, auch wenn sie tatsächlich Plain Vanilla Cash-gesettled Derivatives sind, dass vielleicht hunderte von Meldungen erfolgen und eine gewisse Intransparenz dadurch entsteht, dass wir eine Vielzahl von Meldungen haben. Deswegen gibt es da sozusagen die Meinung, die sagt, das müsste da noch angefüttert werden mit bestimmten Kriterien, also bloße Derivative sollten nicht gemeldet werden. Das führt dann zu gleichen Abgrenzungsschwierigkeiten. Ich glaube, man muss den englischen oder schweizerischen Weg gehen und erst Mal alles melden. Aber man könnte z. B. formalisierend erklären, wofür diese Maßnahmen eigentlich geeignet sind. Also welche Zielsetzung sie damit verfolgen, so ein bisschen wie der 27a aus dem Risikobegrenzungsgesetz. Was verfolge ich eigentlich, wenn ich mehr als 10% erwerbe – ist das für eine Übernahme da oder Kurssicherung?

Das führt natürlich nicht dazu, dass die Leute nicht weiter lügen, wenn alle sagen: Nene, eine Übernahme habe ich schon nicht vor, wenn ich zum Beilspiel für 28% mich absichern will, weil das behaupten die ja heute noch. Aber ich glaube, dass die Banken dann nicht so leicht mitspielen. Also, dass die sagen, also komm, jetzt werden wir mal realistisch, wenn du für 28% Daxwert absichern willst. Also, dass glaube ich nicht. Was für Risiken sollen das sein? Also, warum macht man das gerade mit Conti? Und warum machst du da eben nicht den Daxindex oder für was willst du dich absichern? Oder? Alles relativ mysteriös. Die Engländer haben auch eine Regelung: alles, was über 15% ist, gilt als Übernahme, also eine Vermutung, dass das übernahmerechtlich getrieben ist. Und das ist wahrscheinlich auch richtig. Also, wer über 15%, der sucht irgendwie keine Absicherung gegenüber irgendwelchen Risiken.

Arnold: Ja, das ist ja interessant. Ja genau, da wollte ich auch hinaus mit dem 27a, dass man wirklich bei solchen wesentlichen Beteiligungen, dass man da die Mittel offenlegt und auch die Absichten, wenn man eben mit den Banken da diese Transaktionen durchführt.

Seibt: Also wie gesagt, es hindert natürlich niemanden daran, dass die Leute einfach sich in der Worthülse verstecken, also entweder, indem sie sagen, das ist reines finanzielles Interesse oder Finanzinvestment oder, dass sie sagen, ich habe mittelfristiges strategisches Interesse, daraus weiß man auch noch nicht was. Ich bin da skeptisch, ob es wirklich was hilft, aber es hemmt halt die Schwelle zum Lügen etwas. Jedenfalls für normale Banken.

Dell: Sollte der Fokus erst mal bei der besseren Durchsetzung sein – würden Sie auch?

Seibt: Ja, immerhin, was der Fall geschafft hat, ist natürlich eine stärkere Beschäftigung mit dem Thema und auch Kenntnis, die gab es natürlich schon vorher diese Cash-gesettled Swaps. Allerdings, was selbst die Literatur, aber vor allem natürlich die Medien nicht kapiert haben ist, dass die vertragliche Ausgestaltung eine ganz besondere war. Und, dass wenn man mal sich als Jurist mehr darum gekümmert hätte, wie ist es eigentlich tatsächlich ausgestaltet und nicht so sehr hinter diesen Begriffen versteckt, nämlich: Ach, das ist ja ein Cash-gesettled Derivative und dann gucke ich mal im Kommentar nach, was dazu steht oder so was. Da gibt es gar keinen Aktienlieferungsanspruch. Dann springt das eben sehr kurz, aber für viele ist das eben zu anstrengend, dann sich die Gestaltung genau anzugucken.

Dell: Problem ist ja wahrscheinlich dann auch, dass es sehr schwierig ist, da genaue Informationen darüber zu erhalten – das haben Sie ja selbst gesagt. Das ist ja Privatsache der Bank.

Seibt: Also, was glaube ich, noch relevant war, waren die Eingriffsmöglichkeiten der BaFin. Das ist ein weiteres Feld, das mich besonders interessiert, nämlich wenn denn festgestellt worden wäre, dass die Aktien, also dass es ein Cash-gesettled Geschäft gibt, was in Wirklichkeit aber auf Aktienlieferung ausgerichtet ist, kann die BaFin eigentlich jetzt in irgend einer Weise eingreifen oder, so wie die BaFin ja selbst gesagt hat, gibt es maximal ein Bußgeld von 200.000 Euro. Also, im Wesentlichen, das war ja auch so ein bisschen, in der Presse wurde ja dann gesagt: Na ja, es ist ein bisschen offen, wie das ausgeht mit der BaFin, aber Schaeffler hat eigentlich nichts zu befürchten, weil die Sanktion so niedrig ist. Und wir hatten da ja eine sehr, sagen wir mal, innovatives Gesetzesverständnis, indem wir gesagt haben, ich glaube das ist 4 Abs. 1 Satz 3, diese Missbrauchsaufsicht, da steht auch drin, die BaFin kann eine Anordnung treffen, die geeignet ist, den Missstand abzu- oder auszuschließen. Und der Missstand wäre, dass die Aktien geliefert werden. Also eine Unterlassungsverfügung, die ergehen kann, damit die Banken die Aktien nicht liefern, sondern tatsächlich ein Bargeschäft bleibt. Und da haben wir auch in den Schriftsätzen gegenüber der BaFin klargemacht, jetzt haltet doch mal die Schaeffler an ihrem Wort. Die sagen doch Euch, die haben nur 7,98 und bei dem anderen ist es nur ein Cash-Geschäft. Also schadet ihr denen doch gar nicht, wenn ihr sagt, an euren eigenen Worten wollen wir euch festhalten und damit ihr nicht in Versuchung geratet, machen wir einfach eine Unterlassungsverfügung und die Aktien dürfen nicht geliefert werden. Ihr kriegt einen Geldausgleich.

Arnold: Das ist geschickt, ja.

Seibt: So – aber die BaFin hat gesagt, ja, das steht ja alles irgendwie drin, aber das erlaubt es uns irgendwie nicht und da gibt es einen Verhältnismäßigkeitsgrundsatz und der scheint uns irgendwie zu schwerwiegend zu sein. Der Herr Schalast hat so ein Working-Paper, ich glaube er hat es in verkürzter Fassung das ja auch veröffentlicht, in dem er auch auf den Verfall, glaube ich, hingewiesen hat im Ordnungswidrigkeitengesetz. Der wollte sozusagen über die 200.000 Euro hinwegkommen, in dem er sagt, euer Ersparnis, also die 400 Mio. Euro, die kann ich absetzen, wie im Strafrecht. Das wäre natürlich auch eine große Sanktion. Also die Frage ist eben auch eine der Sanktion. Wenn

tatsächlich die Sanktion nur wäre, das sind die 200.000 Euro, dann wäre auch durch eine bloße Gesetzesänderung, also selbst wenn da drin stehen würde: Und Cash-gesettled Swaps müssen gemeldet werden. Dann würde ja jeder vernünftige Rechtsbrecher sagen: Komm, das lass mal ignorieren – wir verdienen 400 bis 600 oder ersparen 400 bis 600 Mio. und im schlimmsten Fall zahlen wir maximal 200.000, das scheint mir ja ein gutes Geschäft zu sein.

Arnold: Dann wird das einfach als Aufwand abgezogen von der ganzen Transaktion.

Seibt: Das scheint mir irgendwie auch nicht so richtig zu funktionieren. Das scheint mir noch ein wichtiger Aspekt zu sein. So, weiterer Vorgang ist, das BMF hat ein Konsultationspapier gemacht zu diesen Fragen und hat das an den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages geschickt. Und der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages wird dazu eine Expertenanhörung veranstalten im 1. Quartal 2009. Die Erwartung ist im Augenblick des BMF wohl, dass es eine gesetzgeberische Änderung gibt. Interessanterweise sind da ganz ungewöhnliche Koalitionen. Also es gibt auch viele, sagt selbst die Schaefflers oder Porsche, die finden das gut, dass das jetzt gesetzlich geregelt wird, weil sie erwarten, dass damit klargestellt wird, dass das bisherige Verhalten rechtlich war, rechtmäßig, und nur in Zukunft eine Meldepflicht besteht. Das ist denen viel lieber, als dass gar nichts passiert.

Arnold: Ja, aber da fragt sich ja nur, ob das dann auch das Verhalten irgendwie berechtigt oder ob das dann heilt irgendwie in der Hinsicht, weil es ist ja ganz geschickt, dann zu sagen, ja o. k., damals war das noch nicht der Fall aber schön, dass es jetzt umgesetzt wird und dann ist das ja quasi nur für die Zukunft richtend.

Seibt: Genau, das ist so ein bisschen die Taktik. Swaps gibt es ja sowieso viele, also die GRÜNEN waren die Ersten, da gab es auch eine Anfrage, die das für meldepflichtig hielten und mir scheint es so zu sein nach meinen Gesprächen mit dem BMF, dass jetzt eine politische Mehrheit deutlich für eine Regelung ist und nachdem das BMF zunächst da sehr skeptisch war und sagte, wir wollen das Gesetz nicht ewig ändern, sehen die wohl auch eine Notwendigkeit.

Dell: Es ist ja jetzt auch in der gesellschaftlichen Meinung so verbreitet das Thema.

Seibt: Ja, also jedenfalls sind nun auch die Kapitalmärkte down – aber ich glaube, zu Rele-vanz und als nutzender Abschluss, diese Anschleichtaktiken die werden natürlich

eine erhebliche Bedeutung behalten und das wird sogar vielleicht im nächsten Jahr ganz besonders wichtig sein, weil die Aktienkurse so niedrig sind und wenn die Aktienkurse so niedrig sind, dann kann man börsennotierte Aktiengesellschaften besonders günstig erwerben. Und eins der großen Risiken und Preistreiber ist eben: Man merkt zu früh, dass ich eine Übernahme plane. Das heißt, die Kurse steigen und es wird teurer und es gibt Wettbewerber auf dem Markt, die das sozusagen merken und sagen: Ne, da mache ich ein konkurrierendes Angebot. Also meine Vermutung wäre, dass diese Anschleichtaktiken in 2009 eigentlich sonst Konjunktur hätten oder Konjunktur haben werden.

Arnold: Noch eine kurze Frage dazu bitte, denken Sie denn, wenn man das jetzt mal so im Hinterkopf hat auch mit der Finanzkrise, dass überhaupt Aktionäre dann beispielsweise klagen würden nach dem Motto, da war überhaupt nicht die Transparenz gegeben, weil es ist ja nach wie vor jetzt ein attraktives Angebot zu den aktuellen Kursen.

Seibt: Ja, es können natürlich auch nur die klagen, die damals ihre Aktien für 50 verkauft haben und die sagen: Hätte ich gewusst, dass du auch Cash-gesettled Swaps hast und insgesamt Kontrolle über 38%, hätte ich nicht mehr für 50 Euro verkauft, da dann natürlich klar war, dass es eine Übernahmeprämie gibt. Also die, die das Angebot angenommen haben, die haben ja gar keinen Schaden. Es kann ja nur jemand Schaden haben, das ist die umgekehrte Seite der Medaille, die nicht zu den – oder die Ursache für die Ersparnis bei Schaeffler von den 400 bis 600 Mio. Euro war nämlich diejenigen, die zu früh verkauft haben, bevor das Übernahmeangebot ja bekannt gegeben worden – die müssten einen Anspruch geltend machen. Und die haben ja weiterhin den Schaden.

Arnold: Das stimmt.

Seibt: Also, die sagen sich zwar: Mensch, zum Glück habe ich noch für 50 verkauft, denn heute ist der Kurs bei 35, aber ich hätte auch 75 bekommen können, wenn ich es gewusst hätte.

Arnold: Ja genau, das ist wirklich ein Knackpunkt, interessant. Ja David, was meinst du, haben wir noch, fällt dir noch was ein?

Dell: Ich bin mehr als zufrieden. Also Herr Seibt, noch mal vielen Dank.

Seibt: Ja da nicht für – also Sie kriegen wie gesagt am Montag noch mal, haben Sie ja gesehen, von meiner Sekretärin diese beiden Stellungnahmen geemailt und, wie gesagt,

wenn Sie vielleicht mit Ihrer Arbeit fertig sind, schicken Sie mir einfach mal Ihre fertige Arbeit zu.

Arnold: Sehr gerne. Herr Seibt, ganz herzlichen Dank.

Seibt: Ja, da nicht für. Wir können ja in Kontakt bleiben, mal sehen wie es weiter geht, weil es wirklich eine interessante Frage ist.

Arnold: Ja, das stimmt, prima.

Seibt: O.k., Ihnen schöne Feiertage noch.

Arnold: Ihnen auch, Danke, dann verbleiben wir so.

Seibt: Danke, tschüß.