

1. Kapitel Einführung

A. Problemstellung

Der Gesetzgeber hat Neuland betreten, als er mit dem „Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz“ (WpÜG)¹ am 1. Januar 2002 erstmals eine Rechtsgrundlage für Unternehmensübernahmen in Deutschland einführte². Für diesen Schritt gab es verschiedene Motive. Zum einen wurde beabsichtigt, der weltweit zunehmenden Anzahl von Übernahmen durch die Schaffung eines verlässlichen Regelungsrahmens Rechnung zu tragen³. Dabei sah sich der Gesetzgeber offenbar veranlasst, im Interesse des Wirtschaftsstandorts Deutschland an international etablierte Standards anzuknüpfen⁴. Zum anderen war sein Tätigwerden aber auch eine Reaktion auf einzelne Ereignisse, die am heimischen Kapitalmarkt für Aufsehen gesorgt hatten. Als Schlüsselerlebnis gilt insoweit vor allem die Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone Airtouch Plc. zur Jahreswende 1999/2000⁵.

Vor diesem Hintergrund entstand hierzulande ein Gesetz, das in mehrfacher Hinsicht einschneidende Neuerungen mit sich brachte. Neben zahlreichen Transparenz- und Verhaltenspflichten im Übernahmeverfahren wurde insbesondere ein sog. Pflichtangebot eingefügt. Seither hat der Erwerb der Kontrolle über eine Zielgesellschaft i.S.d. § 1 WpÜG⁶ zur Folge, dass ein obligatorisches Übernahmeangebot abzugeben ist. Ein solcher Eingriff war dem deutschen Recht bislang

¹ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz v. 01.01.2002, BGBl. I 2001, S. 3822 ff.

² Zuvor existierte mit dem sog. Übernahmekodex lediglich ein freiwilliges Regulierungsmodell.

³ Die weltweite Entwicklung von Unternehmensübernahmen und damit verbundenen Transaktionsvolumina befindet sich seit Jahrzehnten in einem wellenförmigen, aber stetigen Aufwärtstrend, vgl. dazu nur *Martynova/Renneboog*, ECGI Working paper 2005/97.

⁴ Vgl. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.

⁵ Vgl. zur rechtspolitischen Bedeutung etwa *Harbarth*, ZIP 2002, S. 321 („Meilenstein“); *Diregger/Winner*, WM 2002, S. 1583 („spektakuläre[r] Anlassfall“); *Krause*, NJW 2002, S. 705.

⁶ Das WpÜG findet nach § 1 WpÜG Anwendung auf Angebote zum Erwerb von Anteilen an Aktiengesellschaften (oder KG aA), die ihren Sitz in Deutschland haben und deren Aktien in Deutschland zu einem organisierten Markt zugelassen sind. Unter Einschränkungen ist das WpÜG darüber hinaus anwendbar, wenn jedenfalls eines der beiden Merkmale vorliegt, vgl. dazu – nach Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie – *Diekmann*, NJW 2007, S. 17, (18 f.).

unbekannt. Es ist diese ebenso schwerwiegende wie kontroverse Angebotspflicht⁷, in deren Kontext der Gegenstand der vorliegenden Untersuchung begegnet: die Zurechnungsvorschrift des Acting in Concert⁸ (abgestimmten Verhaltens).

Die Stimmrechtszurechnung kraft Acting in Concert hat seit Inkrafttreten des Gesetzes besondere Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Schon bald erwarb sie sich ihren Ruf als eine „der umstrittensten Tatbestände [...] des WpÜG“⁹. Dabei hat die äußerlich fast unscheinbare Regelung in § 30 Abs. 2 WpÜG nicht nur in der Rechtswissenschaft, sondern auch in der Praxis eine Flut von Stellungnahmen ausgelöst. Während ihre dogmatischen Schwierigkeiten der wissenschaftlichen Literatur nicht lange verborgen blieben¹⁰, wurde sie von anderer Seite schnell als eine der „unschärfsten und gefährlichsten Rechtsfiguren im Übernahmerecht“¹¹ oder schlicht als „Schreckgespenst“¹² gebrandmarkt. Diese Ausgangslage hat sich zwischenzeitlich kaum verändert. Und das trotz verschiedener Entwicklungen: Nachdem sich die Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) allmählich eingespielt hatte¹³, erging Ende 2006 mit dem sog. „WMF“-Urteil des BGH auch die – lang ersehnte – erste höchstrichterliche Entscheidung¹⁴. Obwohl der BGH sichtlich um eine Entschärfung der Problematik bemüht war, erfüllten sich die Hoffnungen auf eine Klärung der zentralen An-

⁷ Bezeichnend *Fleischer*, NZG 2002, S. 545, (546) (Mit der Angebotspflicht „einher gehen [...] tiefe Einbrüche in das aktienrechtliche Dogmengebäude“) oder *Letzel*, BKR 2002, S. 293, (294) („in Deutschland bislang beispiellose Beeinträchtigung des Grundsatzes der Privatautonomie“).

⁸ Die Bezeichnung „Acting in Concert“ – die ursprünglich dem angloamerikanischen Rechtskreis entstammt – ist für Verhaltensabstimmungen im Übernahmerecht international gebräuchlich, vgl. nur *Böhmer*, Übernahmen in Europa, S. 115; *Wymeersch*, in: *Hopt/Wymeersch*, European Takeovers, S. 351, (359); *Diekmann*, in: VGR 2005, S. 69. Da sich der Ausdruck inzwischen auch hierzulande eingebürgert hat, wird er im Rahmen dieser Arbeit zugrunde gelegt.

⁹ So statt vieler etwa *Diekmann*, DStR 2007, S. 445, (445); *Schüppen/Walz*, in: *FrankfurterKomm/WpÜG*, § 30 Rn. 58.

¹⁰ Vgl. *Casper*, ZIP 2003, S. 1469, 1470 (Aneinanderreihung „mehrere[r] unbestimmte[r] Rechtsbegriffe von generalklauselartiger Weite“); ähnlich *Saenger/Kessler*, ZIP 2006, S. 837, (838 f.).

¹¹ *Kocher*, BB 2006, S. 2432; vergleichbar schon der Befund von *Liebscher*, ZIP 2002, S. 1005 ff.; *Pentz*, ZIP 2003, S. 1478 ff.; *Lange*, ZBB 2004, S. 22 ff.

¹² So der pointierte Titel eines Beitrags von *Borges*, ZIP 2007, S. 357 ff.

¹³ Vgl. dazu *Lenz/Linke*, AG 2002, S. 361 ff.; *Lenz/Behnke*, BKR 2003, S. 43; *Weiler/Meyer*, NZG 2003, S. 909 ff.; *Strunk/Linke*, in: *Veil/Drinkuth*, Reformbedarf, S. 3 ff.

¹⁴ Vgl. BGH, Urt. v. 18.09.2006, Aktz. II ZR 137/05 (WMF) = BGHZ 169, S. 98 ff.; abgedruckt u.a. auch in BB 2006, S. 2432 ff.; vgl. dazu die Besprechungen von *Kocher*, BB 2006, S. 2436 ff.; *Uhlendorf*, DB 2006, S. 2455; v. *Bülow/Bücker*, in: *Börsen-Zeitung* Nr. 215 v. 08.11.2006, S. 2; *Diekmann*, DStR 2007, S. 445 ff.; *Borges*, ZIP 2007, S. 357 ff.; *Schneider*, ZGR 2007, S. 440 ff.; *Löhdefink*, Acting in Concert, S. 278 ff.

wendungsfragen des Acting in Concert jedoch nicht. Im Gegenteil, spätestens seit dem Inkrafttreten des sog. Risikobegrenzungsgesetzes¹⁵ im Spätsommer 2008 muss davon ausgegangen werden, dass die rechtspolitische Diskussion um die Reichweite der Regelung in eine neue Runde geht. Daran ist der Gesetzgeber freilich nicht unschuldig. Durch sein Maßnahmenpaket, das auf Erfahrungen aus der jüngsten Finanzmarktkrise beruht¹⁶, wollte er aktuellen Tendenzen in der Praxis bewusst gegensteuern. So ist es eines seiner ausdrücklichen Ziele, den Anwendungsbereich des Acting in Concert gegenüber der „restriktive[n] Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs“ zu erweitern¹⁷. Von einer gesicherten Rechtslage kann deshalb gegenwärtig keine Rede sein. Dass auch die Folgen der seit Mitte 2006 verbindlichen EU-Übernehmerichtlinie¹⁸ für das Zurechnungsmodell des WpÜG noch nicht abschließend geklärt sind¹⁹, tritt erschwerend hinzu.

Wie ist der andauernde Streit um die Stimmrechtszurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG zu erklären? Auf den ersten Blick findet sich darauf eine nahe liegende Antwort. Die praktischen Schwierigkeiten bei der Handhabung der Regelung lassen sich vordergründig vor allem auf das problematische Zusammenspiel von Tatbestand und Rechtsfolgen zurückführen. Dem offenen Wortlaut des § 30 Abs. 2 S. 1 WpÜG ist nicht zu entnehmen, welche Verhaltensabstimmungen eine Stimmrechtszurechnung begründen und damit ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG auslösen können. Gleichwohl drohen im Falle einer Angebotspflicht gravierende Konsequenzen. Erreichen die Beteiligten einer Absprache die maßgebliche Kontrollschwelle von 30% der Stimmrechte an einer Zielgesellschaft, sind sie zunächst zu einer entsprechenden Veröffentlichung verpflichtet (§ 35 Abs. 1 WpÜG). Im Anschluss daran müssen sie allen Aktionären der Gesellschaft ein besonders konditioniertes Angebot zum Erwerb ihrer Wertpapiere unterbreiten (§ 35 Abs. 2 WpÜG)²⁰. Unterlassen sie dies, greift eine Reihe von Sanktionen ein: Bis zur Erfüllung der gebotenen Handlungen sind Stimmrechte der Parteien nach § 59 WpÜG gesperrt. Gleichzeitig ist die Gegenleistung, die den betroffenen Aktionären formal zu gewähren wäre, gemäß § 38 WpÜG zu

¹⁵ Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken, BGBl. I 2008, S. 1666 ff.; in Kraft getreten zum 19.08.2008.

¹⁶ Zur Kritik am Regelungsanlass insoweit nur *Stißmann*, FAZ v. 10.10.2007, S. 3; *Diekmann/Merkner*, NZG 2007, S. 921, (923); *Schmidtbleicher*, AG 2008, S. 73, (77); *Schockenhoff/Wagner*, NZG 2008, S. 60, (61).

¹⁷ Vgl. die – insoweit unverändert – maßgebliche Begr. RegE, BT-Drucks. 16/7438, S. 6 f., 11.

¹⁸ Richtlinie 2004/25/EG v. 24.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, umgesetzt durch das „Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz“ v. 08.07.2006, BGBl. I 2006, S. 1426 ff.

¹⁹ Vgl. dazu nur jüngst *Fleischer*, ZGR 2008, S. 185, (198 f.).

²⁰ Der Angebotspflicht unterfallen also sämtliche Wertpapiere der Zielgesellschaft – unabhängig davon, ob es sich um Stamm- oder Vorzugsaktien handelt.

verzinsen. Schließlich haben säumige Angebotspflichtige nach § 60 Abs. 1 Nr. 1a, Abs. 3 WpÜG auch ein individuelles Bußgeld zu erwarten.

Bereits die rechtstechnische Ausgestaltung des § 30 Abs. 2 WpÜG ist demnach *ein* Grund für die vielfältigen Probleme, die im Umgang mit der übernahmerechtlichen Stimmrechtszurechnung auftreten. Eine solche Erklärung allein würde jedoch zu kurz greifen. Wer sich näher mit der Regelung des § 30 Abs. 2 WpÜG auseinandersetzt, wird schnell feststellen, dass die tatsächlichen Wurzeln ihrer Anwendungsprobleme tiefer liegen. Sie sind insbesondere darin zu sehen, dass die Pflichtangebotsregeln an einer Schnittstelle zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht ansetzen. Diese hybride Rechtsstellung der Vorschriften beeinträchtigt ihre dogmatische Behandlung erheblich. Darüber hinaus ist nicht zu übersehen, dass gerade die Zurechnungsregelung des § 30 Abs. 2 WpÜG – wie die aktuelle Debatte um die Regulierung von Finanzinvestoren eindringlich vor Augen führt – ein Spielball rechtspolitischer Fragen ist²¹. Noch schwerer wiegt jedoch ein letzter Punkt: die Konkretisierung des Umfangs der Stimmrechtszurechnung hat freilich auch große Bedeutung für die generelle Entwicklung der *Corporate Governance*²² in Deutschland. Je nachdem, wie weit man ihren Anwendungsbereich ziehen will, offenbart man ein ganz unterschiedliches Vorverständnis der institutionellen Kontrollmechanismen, denen börsennotierte Gesellschaften hierzulande unterliegen. All diese Gründe machen eine Untersuchung der Regelung des Acting in Concert letztlich zu einer ebenso reizvollen wie herausfordernden Aufgabe (rechts-)wissenschaftlicher Forschung.

B. Regelungsfunktion im Rahmen des WpÜG

Eine erste Annäherung an den Gegenstand der vorliegenden Arbeit gelingt am Besten, wenn man zunächst kurz die Regelungsfunktion des Acting in Concert im Rahmen des WpÜG in den Blick nimmt. Dabei zeigt sich, dass die Stimmrechtszurechnung in § 30 Abs. 2 WpÜG allein für Pflichtangebote nach § 35 WpÜG i.V.m. § 29 Abs. 2 WpÜG eine Rolle spielt. Umgekehrt hat sie keine (unmittelbare) Bedeutung für die beiden übrigen Angebotsarten, die im Rahmen des WpÜG geregelt worden sind, nämlich für kontrollneutrale Erwerbsangebote

²¹ Vgl. nur *Noack*, LMK 204721, der in der Reichweite von § 30 Abs. 2 WpÜG „eine Frage [sieht], deren wirtschaftliche und durchaus auch „politische“ Dimension für die deutsche Unternehmenslandschaft auf der Hand liegt“.

²² Einführend zum Begriff und Konzept der Corporate Governance in Deutschland *Hopt*, ZGR 2000, S. 779 ff.; *Teichmann*, ZGR 2001, S. 645, (646 ff.); *Wackerbarth*, ZGR 2005, S. 686 ff.

auf Aktien der Zielgesellschaft²³ bzw. öffentliche Übernahmeangebote²⁴. Ihre Funktion liegt somit in erster Linie darin, die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG zu flankieren. Unter welchen Voraussetzungen von einem Kontrollerwerb über eine Zielgesellschaft auszugehen ist, bestimmt der Tatbestand des § 29 Abs. 2 WpÜG nur für den idealtypischen Fall eines einzelnen „Bieters“. Das Zurechnungsmodell des Acting in Concert, aber auch die Vorschriften in § 30 Abs. 1 S. 1 WpÜG leisten daher Umgehungsschutz in Fällen, in denen auf Erwerberseite mehrere Parteien auftreten.

Findet eine Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 WpÜG statt, werden dabei – wie auch sonst bei § 29 Abs. 2 WpÜG – lediglich Stammaktien der jeweiligen Beteiligten berücksichtigt. Ausnahmefälle sind nur in engen Grenzen denkbar²⁵. Führt die Stimmrechtszurechnung insoweit zum Erreichen der maßgeblichen Kontrollschwelle, ist ein Übernahmeangebot nach den allgemeinen Vorschriften des Gesetzes abzugeben. Dies bedeutet vor allem, dass gemäß § 14 Abs. 2 WpÜG eine Angebotsunterlage i.S.d. § 11 WpÜG veröffentlicht werden muss. Wesentliche Charakteristika dieses Angebots sind einerseits die Vollangebotspflicht nach § 32 i.V.m. § 39 WpÜG, andererseits die zwingenden Mindestpreisvorschriften in § 31 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜG-AV. Speziell auf Pflichtangebotsfälle zugeschnitten sind schließlich die Ausnahmetatbestände in §§ 36 f. WpÜG.

Aufsichtsbehörde über das gesamte Angebotsverfahren ist gemäß § 4 Abs. 1 WpÜG die BaFin. Sie kann, neben zahlreichen weiteren Maßnahmen, aufgrund des bereits angesprochenen Ordnungswidrigkeitstatbestands in § 60 WpÜG auch Bußgelder verhängen, soweit bestimmte Regelungen von Verfahrens Beteiligten verletzt werden. Daraus ergibt sich u.a., dass für die maßgeblichen Vorschriften – was letztlich auch auf die Zurechnungsregelung des § 30 Abs. 2

²³ Derartige Angebote, die zu keinem Kontrollerwerb i.S.d. § 29 Abs. 2 WpÜG führen, richten sich allein nach dem dritten Abschnitt des WpÜG (§§ 10-28).

²⁴ Öffentliche Übernahmeangebote zielen nach der Legaldefinition des § 29 Abs. 1 WpÜG auf den Kontrollerwerb über die Zielgesellschaft ab, sind also – im Gegensatz zum Pflichtangebot in § 35 WpÜG – freiwilliger Natur. Für Übernahmeangebote gelten neben den Vorschriften des dritten Abschnitts ergänzend die Vorschriften des vierten Abschnitts des WpÜG (§§ 29-34).

²⁵ In der Literatur diskutiert wird insoweit insbesondere der Fall, dass Vorzugsaktien aufgrund von § 140 Abs. 2 WpÜG ausnahmsweise ein Stimmrecht gewähren, vgl. Pentz, ZIP 2003, S. 1478, (1482) m.w.N. Im Anschluss an den Fall Schaeffler/Continental wird zudem in jüngster Zeit eine intensive Debatte darüber geführt, inwieweit die Zurechnungsregeln (*de lege ferenda*) auch auf sog. „Cash-Settled Equity Swaps“ auszuweiten sind, näher dazu unten, 4. Kap., B., VI., 2., c).

WpÜG zutrifft – wegen Art. 103 Abs. 2 GG ein verfassungsrechtliches Analogieverbot gilt²⁶.

C. Zielsetzung und Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit verfolgt ein doppeltes Ziel. Zunächst geht es ihr darum, tragfähige Lösungsansätze für die zentralen Auslegungsfragen des Acting in Concert zu entwickeln, die sich in der Praxis abzeichnen. Zu diesem Zweck sollen nicht nur dem abstrakten Anwendungsbereich der Regelung klare Konturen verliehen, sondern auch besonders praxisrelevante Einzelfälle – etwa abgestimmte Strukturmaßnahmen oder Aufsichtsratsbesetzungen – näher beleuchtet werden. Das Anliegen der Untersuchung geht jedoch über diese Zielsetzung hinaus. Wie die Diskussion um die Handhabung von § 30 Abs. 2 WpÜG mustergültig lehrt, stößt die Erforschung von Rechtsnormen, soweit sie allein auf den klassischen Auslegungsmethoden der Rechtswissenschaft beruht, mitunter an ihre Grenzen. Die vorliegende Untersuchung beschreitet deshalb einen anderen Weg. Sie ist interdisziplinär angelegt und will beispielhaft aufzeigen, welche Erkenntnisse vor allem die Ökonomie, die in der juristischen Methodenlehre zunehmende Aufmerksamkeit genießt²⁷, zur Lösung konkreter rechtlicher Fragen beitragen kann.

Das *zweite Kapitel* der Arbeit enthält daher eine knappe Einführung in die Methodik der ökonomischen Rechtstheorie. Diese dient vor allem dazu, dem juristischen Leser, der bislang noch nicht oder nur wenig mit ökonomischen Analysemethoden des Rechts in Berührung gekommen ist, das erforderliche Rüstzeug an die Hand zu geben. Nach einem kurzen Streifzug durch die historische Entwicklung des interdisziplinären Forschungsansatzes werden deshalb diejenigen Modelle vorgestellt, die im Zuge der Untersuchung von maßgeblicher Bedeutung sein werden.

Im Rahmen des *dritten Kapitels* werden sodann die dogmatischen und inhaltlichen Grundlagen für die anschließende Betrachtung des Acting in Concert gelegt. Dabei stehen zunächst die gemeinschaftsrechtlichen Bezüge der Regelung des § 30 Abs. 2 WpÜG im Vordergrund (*A.*). Ein erster Blick auf die EU-Übernehmerichtlinie 2004/25 wird die europarechtlichen Vorgaben aufzeigen, die bei ihrer Auslegung zu beachten sind. Im Anschluss daran widmet sich die

²⁶ So die ganz h.M., vgl. nur *Hirte*, in: KK/WpÜG, Einl. Rn. 98; *Pentz*, ZIP 2003, S. 1478, (1480); *Liebscher*, ZIP 2002, S. 1005, (1009); a.A. freilich *Cahn*, ZHR 162 (1998), S. 1 (7 ff.) zur vergleichbaren Problematik im WpHG a.F.

²⁷ Vgl. nur jüngst die Beiträge von *Fleischer*, ZGR 2007, S. 500 ff. und *Eidenmüller*, JZ 2007, S. 487 ff., die ökonomische Analysemethoden übereinstimmend zu den zukunfts-trächtigsten Ansätzen der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Forschung zählen.

Arbeit einer für den weiteren Verlauf richtungsweisenden Frage, nämlich derjenigen nach der Rechtsnatur der Pflichtangebotsvorschriften (B.). Zuletzt wird das Regelungssystem des Pflichtangebots im WpÜG näher beleuchtet, soweit es für das Verständnis der Stimmrechtszurechnung von Interesse ist (C.). Insoweit ist insbesondere zu klären, wie die einzelnen Elemente des Gesetzes mit der Regelung in § 30 Abs. 2 WpÜG funktionell zusammenspielen.

Das umfangreiche *vierte Kapitel* bildet daraufhin das Herzstück der Untersuchung. Hier werden die offenen Fragen der Stimmrechtszurechnung kraft Acting in Concert nacheinander behandelt und einer systematischen Lösung zugeführt. Schwerpunkte liegen dabei auf der Erörterung der nach § 30 Abs. 2 WpÜG notwendigen Abstimmungsgrundlage (A.), des inhaltlichen Anwendungsbereichs der Regelung (B.) und dessen Grenzen (C.) sowie ihrer personellen Reichweite (D.). Abschließend wird auf einige ausgewählte Sonderfälle eingegangen (E.). Innerhalb jedes Abschnitts sollen dabei nicht nur die klassischen juristischen Auslegungsmethoden angewandt, sondern auch die EU-Übernahmerichtlinie und – soweit dies hilfreich erscheint – wirtschaftswissenschaftliche Modelle nach weiterführenden Lösungsansätzen befragt werden. Breiten Raum werden in diesem Zusammenhang insbesondere zwei Gesichtspunkte einnehmen: Zum einen die ökonomische Analyse von Kontrolltransaktionen, die maßgeblich zur Konkretisierung des § 30 Abs. 2 WpÜG beitragen kann, und zum anderen die Auseinandersetzung mit der Rechtsprechung des BGH in seiner „WMF“-Entscheidung.

Die Arbeit endet schließlich im *fünften Kapitel* mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse. In diesem Rahmen wird auch ein Ausblick auf mögliche Regelungsvorschläge *de lege ferenda* gegeben.