



Robert Mai

# Acting in Concert im Rahmen der Offenlegungs- und Angebotspflicht

Eine rechtsvergleichende Analyse  
zum deutschen und schweizerischen  
Kapitalmarktrecht



PETER LANG



Robert Mai

# Acting in Concert im Rahmen der Offenlegungs- und Angebotspflicht

Eine rechtsvergleichende Analyse  
zum deutschen und schweizerischen  
Kapitalmarktrecht

## LESEPROBE



PETER LANG

## 1. Kapitel Einleitung

Die kapitalmarktrechtlichen Regelungen zum Schutz von Anlegern haben in den vergangenen Jahren weiter an Bedeutung gewonnen. Denn die Leistungsfähigkeit eines Finanzmarktes hängt entscheidend vom Vertrauen der privaten und institutionellen Investoren in die Märkte ab. Nur wenn ihr Vertrauen besteht und erhalten bleibt, können die Finanzmärkte ihre wichtigen volkswirtschaftlichen Funktionen erfüllen. Besondere Bedeutung kommt aus diesem Grund der Schaffung von Transparenz zu.<sup>1</sup> Durch sie soll insbesondere hinsichtlich der Beteiligungsverhältnisse an Aktiengesellschaften und der Einflussnahme durch Großaktionäre für die Anleger Klarheit geschaffen und diese vor möglichen Folgen geschützt werden.

Welche Bedeutung Transparenz an den Finanzmärkten hat, zeigte in der jüngeren Vergangenheit zum Beispiel das Aufsehen, das Fälle erregten, in denen unter Umgehung der bestehenden Melde- bzw. Übernahmeangebotspflicht über verschiedene Finanzinstrumente im Geheimen große Beteiligungspakete an Aktiengesellschaften aufgebaut wurden.<sup>2</sup> Immer wieder gibt es Umgehungsversuche bzw. Versuche, das Geschehen in börsennotierten Gesellschaften zu beeinflussen. Als eine Möglichkeit zur Einflussnahme wurde auch das Zusammenwirken mehrerer Aktionäre bzw. potenzieller Aktionäre ausgemacht. Ein derartiges Vorgehen wird generell häufig mit dem aus dem englischsprachigen Rechtsraum stammenden Begriff des *Acting in Concert* umschrieben.<sup>3</sup> Aufgrund der Geschehnisse in Sachen *OC Oerlikon Corporation AG* und der *Sulzer AG* hatten zuletzt insbe-

---

<sup>1</sup> Siehe u. a. Begr RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 1.

<sup>2</sup> Siehe zum Fall der Schaeffler/Continental: BaFin, Pressemitteilung vom 21.8.2008; *Habersack*, AG 2008, 817 ff.; *Schanz*, DB 2008, 1899 ff.; sowie zum Fall AWD/MLP: Wertpapier, Ausgabe 18/2008, S. 22 ff.

Auch in der Schweiz haben derartige Fälle für Diskussionen gesorgt. Zuletzt auch im Fall der *Sulzer AG*, siehe FINMA, Pressemitteilung vom 26.1.2009 bzw. EBK, Verfügung vom 29.5.2008 [*Sulzer AG*]; siehe auch *von der Crone/Bilek/Hirschle*, SZW 2008, 1, 2.

<sup>3</sup> *Pentz*, ZIP 2003, 1478, 1478; auch verwendet werden in diesem Zusammenhang die Begriffe *voting-group* oder *concert parties*, siehe *von Bülow/Bücker*, ZGR 2004, 669, 670 sowie *Spindler*, WM 2007, 2357, 2363.

Soweit sich aus dem Zusammenhang nichts anderes ergibt, wird der Begriff des *Acting in Concert* auch in dieser Arbeit als allgemeine Bezeichnung für abgestimmte Verhaltensweisen verwendet.

sondere schweizerische Aufsichtsbehörden und Gerichte über Fälle zu entscheiden, in denen auf diese Möglichkeit zurückgegriffen wurde.<sup>4</sup>

Die mit den Fällen des *Acting in Concert* möglicherweise auftretenden Probleme wurden nach und nach von vielen Staaten erkannt und rechtliche Vorkehrungen zu ihrer Eindämmung getroffen.<sup>5</sup> Um die Umgehung der nach den kapitalmarktrechtlichen - insbesondere melde- und angebotsrechtlichen - Vorschriften bestehenden Pflichten durch das Zusammenwirken von Aktionären zu verhindern, hat auch der deutsche Gesetzgeber entsprechende Regelungen getroffen. Ihnen kommt in der Praxis eine wichtige Rolle unter den Regelungen des Kapitalmarktrechts zu.<sup>6</sup> Die Bestimmungen zur Erfassung der Fälle des *Acting in Concerts* und ihre Anwendung und Auslegung bringen allerdings auch eine Reihe von Problemen mit sich.<sup>7</sup> Bereits nach der Einführung des WpHG wurden die Offenlegungspflichten einschließlich der Normen zur Erfassung abgestimmter Verhaltensweisen in der Praxis als "ein frisches, ein neues, ein schwieriges Feld" bezeichnet.<sup>8</sup> Auch wenn diese Pflichten über 15 Jahre nach ihrer Einführung nun nicht mehr so "frisch" und "neu" sind, kann durchaus weiterhin von einer „schwierigen“ Materie gesprochen werden. Die Probleme sind dabei u. a. auf die weiterhin bestehende generalklauselartige Formulierung der Vorschriften mit einer Reihe von unbestimmten Rechtsbegriffen zurückzuführen.<sup>9</sup> Ferner werfen auch die zuletzt erfolgten

<sup>4</sup> Siehe u. a. zum Fall der *OC Oerlikon Corporation AG*: Bundesstrafgericht, Entscheid vom 21.9.2010 und 20.10.2010, Geschäftsnummer SK.2010.4; sowie den in diesem abgedruckten EFD, Strafbescheid vom 18.12.2009, S. 4 ff.; sowie zum Fall der *Sulzer AG*: Urteil, Bundesverwaltungsgericht vom 9.11.2010, B-1215/2009.

<sup>5</sup> Siehe u. a. zur Situation in den USA und Großbritannien *Gotschev*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Rn. 797 ff. und 1080 ff; sowie zur Situation in Frankreich und Griechenland *Psaroudakis*, *Acting in Concert*, S. 338 ff. und S. 383 ff.

<sup>6</sup> Siehe auch *Gotschev*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Rn. 953; *Pittroff*, Die Zurechnung von Stimmrechten, S. 265; *Prasuhn*, Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen nach dem WpÜG, S. 183; *Lange*, ZBB 2004, 22, 22.

<sup>7</sup> So auch Begr RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 8 (rechte Spalte); siehe auch *von Bülow* in KölnKomm WpÜG, § 30 Rn. 205; *Pittroff*, Die Zurechnung von Stimmrechten, S. 265.

Der im Bereich der Angebotspflicht für die Zurechnung von abgestimmten Verhaltensweisen maßgebliche § 30 Abs. 2 WpÜG wird als eine der „meist diskutierten“ Vorschriften des WpÜG bezeichnet, siehe *Schüppen/Walz* in *Schüppen/Walz* in *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, § 30 Rn. 67.

Dies gilt ebenfalls für die Schweiz: siehe auch *Böckli*, Schweizer Aktienrecht, § 7 Rn. 61 und 66; *Hoffmann/von der Crone*, SZW 2011, 309, 314; *Kunz*, Börsenrechtliche Meldepflicht, 229, 246.

<sup>8</sup> *Breuer* in *Deutsche Börse AG*, Jahreseröffnung 1994 - Das deutsche Börsensystem im Aufbruch: Standortbestimmung und Ausblick, S. 12, Frankfurt am Main 1994.

<sup>9</sup> *Casper*, ZIP 2003, 1469, 1470.

Gesetzesänderungen<sup>10</sup> neue Auslegungsfragen auf,<sup>11</sup> zu denen nur wenige Ausführungen der Aufsichtsbehörden bestehen.<sup>12</sup>

## A. Zielsetzung

Wenngleich der Begriff des *Acting in Concert* international keineswegs einheitlich interpretiert wird,<sup>13</sup> ist es aufgrund der globalen Bedeutung der Kapitalmärkte und der internationalen Prägung und Entwicklung der Erfassung abgestimmter Verhaltensweisen geboten, sich hinsichtlich der gesetzlichen Regelungen auch an ausländischen Rechtsordnungen zu orientieren.<sup>14</sup> Im Rahmen dieser Arbeit werden daher die gesetzlichen Regelungen, die der Erfassung koordinierten Aktionärsverhaltens im deutschen Kapitalmarktrecht dienen, mit den in der Schweiz bestehenden verglichen.

Ziel der Arbeit ist es, die jeweiligen Bestimmungen beider Rechtsordnungen darzustellen, gegenüberzustellen und im Vergleich zu analysieren. Aus den Ergebnissen des Vergleichs sollen jeweils Schlüsse auf das Verständnis der

---

<sup>10</sup> In Deutschland vor allem durch das Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz) vom 12.8.2008, BGBl. I 2008, 1666 ff. Auch in der Schweiz wurden mit dem Bundesgesetz vom 22.6.2007 über die eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG) (AS 2008 5207) zum 1.1.2009 verschiedene Änderungen im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vorgenommen.

<sup>11</sup> Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63 f.

<sup>12</sup> Krämer/Heinrich, ZIP 2009, 1737, 1744 und 1747.

<sup>13</sup> OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 25.6.2004, NJW 2004, 3716, 3718; von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 674 und 719; Casper, ZIP 2003, 1469, 1471; Schneider in Assmann/Schneider, WpHG, § 22 Rn. 161; Schüppen/Walz in Haarmann/Schüppen, WpÜG, § 30 Rn. 66; Weiß, Der wertpapierhandelsrechtliche und übernahmerechtliche Zurechnungsstatbestand des acting in concert, S. 92.

<sup>14</sup> So auch Brandt, BKR 2008, 441, 445 f.; auch Spindler erachtet einen rechtsvergleichenden Blick als lohnenswert, siehe Spindler, WM 2007, 2357, 2363; siehe auch Begr RegE Wertpapierübernahmegesetz, BT-Drucks. 14/7034, S. 28; der Gesetzgeber verweist hier zudem darauf, dass die international als Acting in Concert verstandenen Fälle erfasst werden sollen, siehe S. 54; Pentz, ZIP 2003, 1469, 1470 f.; Pittroff, Die Zurechnung von Stimmrechten, S. 43; so auch Verse, NZG 2009, 1331, 1333.

Nobel bezeichnet es gar als unumgänglich und "must", dass sich hinsichtlich der gesetzlichen Regelungen auch an ausländischen und internationalen Rechtsordnungen orientiert werden muss - speziell für die Schweiz auch aus dem Grund, weil sie sich als "starker Mitspieler der internationalen Finanzplätze behaupten muss". Siehe Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Rn. 1 f.

beiden Rechtsordnungen gezogen werden.<sup>15</sup> Das Augenmerk liegt dabei auf den beiden wichtigsten gesetzlichen Regelungsbereichen, in denen das Zusammenwirken von Aktionären in beiden Rechtsordnungen erfasst wird: den kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten und den Vorschriften zur Abgabe von Pflichtübernahmeangeboten.

Zentral wird die Frage analysiert, wie das koordinierte Aktionärsverhalten in beiden Rechtsordnungen in Regelungen erfasst wird, in welchen Fällen deren Tatbestände erfüllt sind und wie diese interpretiert werden. Hierzu sollen neben den Auslegungsansätzen in der Literatur vor allem die Praxis der nationalen Finanzaufsichtseinrichtungen und die Rechtsprechung des jeweiligen Landes analysiert und bewertet werden. Zur besseren Vergleichbarkeit sollen zudem verschiedene Fallkonstellationen anhand der gesetzlichen Regelungen beider Rechtsordnungen eingeordnet und beurteilt werden. Darauf aufbauend sollen im Kern der Arbeit Gemeinsamkeiten, Parallelen und Unterschiede in beiden Rechtsordnungen festgestellt und zusammengefasst werden. Hierdurch sollen bestehende Schwachstellen aufgedeckt sowie Vor- und Nachteile der jeweiligen Regelung bzw. Handhabung im Vergleich zur Situation im Nachbarland analysiert werden. Anhand dessen sollen Folgerungen für das Verständnis der jeweils anderen Rechtsordnung gezogen und gegebenenfalls Verbesserungsansätze aufgezeigt bzw. alternative Regelungsmöglichkeiten diskutiert werden.

Ein Rechtsvergleich mit der Schweiz bietet sich aus mehreren Gründen an. Zum einen ist sie einer der wichtigsten Finanzplätze Europas und der Welt.<sup>16</sup> Dies legt nahe, dass die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften mithilfe eines großen Erfahrungsschatzes zustande gekommen sind und sich über längere Zeit bewährt haben. Zugleich ist die Schweiz - anders als die meisten europäischen Staaten - keiner Verpflichtung zur Angleichung an europäisches Recht unterworfen, was im Vergleich zu anderen Nachbarländern Deutschlands gewisse Unterschiede in den Regelungsansätzen mit sich bringen kann. Was kapitalmarktrechtliche Regelungen angeht kommt ihr zudem eine gewisse Vorreiterrolle zu. Sie bestehen in der Schweiz bereits länger als in Deutschland. Die Schweiz gehörte ferner zu den ersten Nationen, die Vorschriften zur Abgabe eines Pflichtangebotes einführten.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> Die Möglichkeit von Anknüpfungen an Subsumierungen in anderen Rechtsordnungen sehend *Opitz* in Schäfer/Hamann, KMG, § 22 WpHG Rn. 79a; siehe auch *Pentz*, ZIP 2003, 1469, 1470 f.; kritisch von *Bülou/Bücker*, ZGR 2004, 669, 674. Siehe auch Begr RegE Wertpapierübernahmegesetz, BT-Drucks. 14/7034, S. 54.

<sup>16</sup> Siehe auch *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Rn. 2.

<sup>17</sup> Neben der Schweiz haben in Europa Großbritannien und Österreich als erste Staaten derartige Regelungen eingeführt, siehe *Zinser*, NZG 2000, 573, 573.

Bereits zum damaligen Zeitpunkt fanden sich im schweizerischen BEHG Regelungen, die als besonders innovativ bezeichnet wurden.<sup>18</sup> Zuletzt zeigte sich die Vorreiterrolle der Schweiz u. a. darin, dass sie als erstes europäisches Land die Meldepflicht für Equity Swaps eingeführt hat.<sup>19</sup>

Bereits bei der Einführung des WpÜG orientierte sich der deutsche Gesetzgeber an gesetzlichen Regelungen anderer Staaten und u. a. auch an der schweizerischen Rechtsordnung.<sup>20</sup> Auch im Rahmen des Entwurfs des Risikobegrenzungsgesetzes wurden z. B. hinsichtlich aktienrechtlicher Regelungen in gewissen Punkten Erfahrungen aus der Schweiz herangezogen und berücksichtigt.<sup>21</sup> Mittels eines Vergleichs zwischen den deutschen und schweizerischen Bestimmungen und ihrer Handhabung können daher Erkenntnisse für die jeweils andere Rechtsordnung gewonnen werden.

## **B. Gang der Darstellung**

Die Arbeit gliedert sich in vier Kapitel. Im Anschluss an die Einleitung mit der Schilderung der Zielsetzung der Arbeit (1. Kapitel) werden die deutschen (2. Kapitel) und anschließend die schweizerischen (3. Kapitel) Regelungen des Kapitalmarktrechts zur Erfassung des koordinierten Aktionärsverhaltens detailliert analysiert und erörtert. Hierbei werden zunächst jeweils die einschlägigen Vorschriften der kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten ausführlich dargestellt und anschließend die Regelungen, die das abgestimmte Aktionärsverhalten im Bereich der Pflichtübernahmeangebote erfassen, beleuchtet. Das vierte Kapitel beinhaltet schließlich den wesentlichen Teil der Arbeit, in dem die zuvor erlangten Erkenntnisse zu den einzelnen Vorschriften der beiden Rechtsordnungen gegenübergestellt und der vergleichenden Analyse unterzogen werden. Die Untersuchung wird dabei hinsichtlich gewisser Gesichtspunkte systematisiert und Rückschlüsse für das deutsche bzw. schweizerische Rechtsverständnis gezogen. Im abschließenden fünften Kapitel der Arbeit werden die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit in Thesen zusammengefasst.

---

<sup>18</sup> So z. B. *Zinser*, NZG 2000, 573, 576 über die im BEHG vorgesehene Möglichkeit der Zielgesellschaft, den gesetzlich vorgesehenen Grenzwert für Pflichtangebote in den Statuten zu erhöhen.

<sup>19</sup> *Brandt*, BKR 2008, 441, 445; siehe auch OLS, Jahresbericht 2010, Ziff. 1.2., S. 5.

<sup>20</sup> Begr RegE Wertpapierübernahmegesetz, BT-Drucks. 14/7034, S. 53 (zur 30 %-Schwelle in § 29 Abs. 2 WpÜG).

<sup>21</sup> Vgl. Bericht Finanzausschuss zum Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/9821, S. 14.