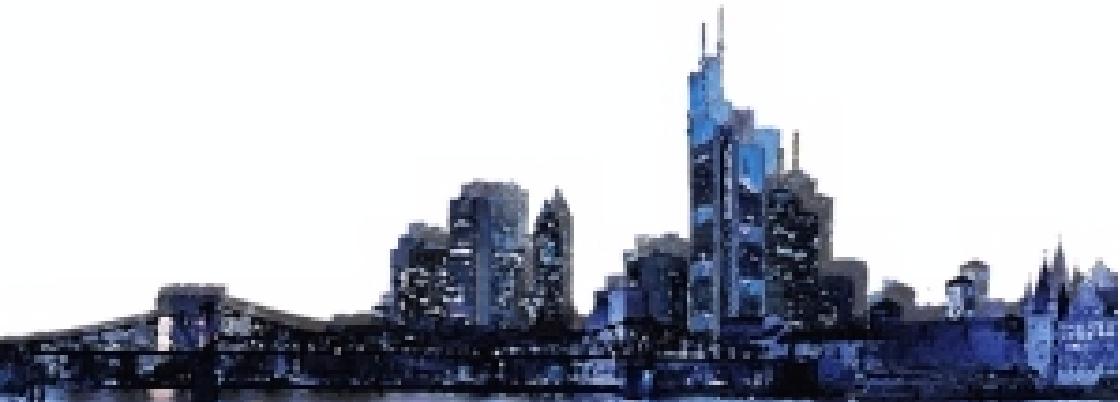


Nicolas A. Ostler

Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse

Erwerb und Ausübung des Aktienstimmrechts
ohne das Vermögensinteresse
an der Beteiligung



92

Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien

PETER LANG
Internationaler Verlag der Wissenschaften

Einleitung – Fallbeispiele

A. Decoupling, Empty Voting und Hidden Morphable Ownership

Im Jahr 2006 haben die Professoren *Hu* und *Black* in einer Reihe von Veröffentlichungen auf verschiedene Sachverhalte aufmerksam gemacht, die sie unter dem Begriff des „Decoupling“ zusammenfasst haben¹. Der Begriff (engl. to decouple = entkoppeln) steht für die Entkopplung des Stimmrechts aus der Aktie vom Vermögensinteresse an der Beteiligung durch den Einsatz von Finanzinstrumenten. *Hu* und *Black* trugen Fälle aus der ganzen Welt zusammen, in denen Decoupling eine Rolle gespielt hatte, erstellten eine Taxonomie der Konstellationen, wiesen auf Risiken für börsennotierte Gesellschaften und die Integrität der Kapitalmärkte hin und machten Vorschläge, wie den mit dem Decoupling einhergehenden Gefahren am besten zu begegnen wäre. Die Autoren konnten dabei auf die Arbeit der Professoren *Martin* und *Partnoy* zurückgreifen, die vergleichbare Sachverhalte im Jahr 2005, soweit ersichtlich, erstmals wissenschaftlich untersucht hatten².

Hu und *Black* identifizierten vor allem zwei Kategorien des Decoupling, die das herkömmliche Zusammenwirken der Akteure in der börsennotierten Gesellschaft und am Kapitalmarkt vor neue Herausforderungen stellen: Es handelt sich zum einen um den Erwerb und die Ausübung von Stimmrechten in der Gesellschaft, ohne dass der Inhaber des Stimmrechts ein wirtschaftliches Interesse an der Beteiligung hat (sog. empty voting) und zum anderen um die Möglichkeit, von einem Tag auf den anderen mit Stimmrechten verbundene Aktien einer Gesellschaft in einem Umfang zu erwerben, der entweder die Kontrolle über die Gesellschaft oder aber eine Minderheitsposition vermittelt, die es erlaubt, erheblichen Einfluss auf die unternehmerische Ausrichtung der Gesellschaft zu nehmen (sog. hidden morphable ownership). In beiden Fällen beruht der Erwerb der Rechtsstellung auf dem Einsatz derivativer Finanzinstrumente. Dazu zählen neben einfachen Leerverkäufen (short sales) auf den vorübergehenden Erwerb von Aktien gerichtete sog. Wertpapierleihgeschäfte (stock lending and borrowing) sowie Fest- und Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich vom Preis von Aktien ableitet (Termingeschäfte) wie Futures, Forwards, Kauf- und Verkaufsoptionen (call und put options) sowie sog. Aktienswaps (equity swaps), bei denen der Berechtigte wirtschaftlich so gestellt wird, als ob er die dem Swapvertrag zugrunde liegenden Aktien erworben hätte.

Hu und *Black* haben ihren Untersuchungsgegenstand in nachfolgenden Veröffentlichungen präzisiert – sie sprechen nunmehr von „Equity Decoupling“ (engl. equity = Eigenkapital) –, sukzessive um neue Formen des Decoupling erweitert

¹ Vgl. *Hu/Black* 79 South. Cal. L. Rev. 811 ff. (2006); *dies.* 61 Bus. Law. 1011 ff. (2006); *dies.* 13 J. Corp. Fin. 343 ff. (2007).

² *Martin/Partnoy* U. Ill. L. Rev. 2005, 775 ff.

und neue Vorschläge zur Regelung der durch das Decoupling hervorgerufenen Probleme erarbeitet³. Bei den neuen Formen handelt es sich insbesondere um das Decoupling anderer Aktionärsrechte als des Stimmrechts (unbundling shareholder rights) wie etwa von Informations- oder Klagerechten, um das von der Gesellschaft selbst betriebene Decoupling (decoupling by corporations), bei dem es vor allem darum geht, eigene Aktien vorübergehend in die Hände von der Gesellschaft nahe stehenden Personen zu geben (sog. soft parking of shares) sowie um Decoupling durch die Gläubiger der Gesellschaft mittels Kreditderivaten (sog. debt decoupling und empty crediting).

B. Gegenstand der Untersuchung

Die vorliegende Untersuchung knüpft an die von *Martin/Partnoy* und *Hu/Black* vorgelegten Arbeiten an und unternimmt den Versuch, die aus dem Decoupling für börsennotierte Gesellschaften und die Integrität des Kapitalmarkts in Deutschland folgenden Herausforderungen darzustellen und Antworten auf die dabei aufgeworfenen Rechtsfragen zu geben. Der Gegenstand der vorliegenden Untersuchung ist dabei auf den durch den Einsatz von Finanzinstrumenten ermöglichten Erwerb und die Ausübung von Stimmrechten ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung (empty voting) sowie auf verdeckten Beteiligungsaubau, soweit er durch den Einsatz von Finanzinstrumenten ermöglicht wird (hidden morphable ownership), beschränkt. Die Behandlung der Fragen und Probleme, die mit dem Decoupling anderer Aktionärsrechte, dem von der Gesellschaft selbst oder den Gläubigern der Gesellschaft betriebenen Decoupling verbunden sind, würde den Rahmen dieser Untersuchung sprengen und muss daher unterbleiben.

Hierzulande bilden insbesondere die gescheiterte Übernahme der London Stock Exchange durch die Deutsche Börse AG im Jahr 2005⁴ sowie das Übernahmeangebot der Schaeffler-Gruppe für die Continental AG im Jahr 2008⁵ Anschauungsbeispiele für den Einsatz von Decoupling-Strategien. Der Fall Deutsche Börse/LSE liegt einem Fallbeispiel zugrunde, das zusammen mit einer Reihe weiterer Fälle im Anschluss an diese Einleitung aufgeführt ist. Die Fallbeispiele sind tatsächlichen Fällen des Decoupling nachgebildet und sollen in erster Linie der Veranschaulichung typischer Konstellationen dienen. Die Fallbeispiele werden im Rahmen der Untersuchung zwar keiner ausführlichen Falllösung zugeführt, jedoch an verschiedenen Stellen auf ihre Vereinbarkeit mit dem deut-

³ Vgl. *Hu/Black* 156 U. Pa. L. Rev. 625 ff. (2008); *dies.*, Debt and Hybrid Decoupling: An Overview, M&A Lawyer 2008, 3 ff.; *dies.*, Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications, 14 European Financial Management, 663 ff. (2008).

⁴ Vgl. *BaFin*, Jahresbericht 2005, S. 177 f.

⁵ Vgl. *BaFin*, Angebotsunterlage in Sachen Schaeffler/Continental vom 30.7.2008, abrufbar unter http://www.bafin.de/cln_116/nn_722764/SharedDocs/Downloads/DE/Verbraucher/Angebotsunterlagen/schaeffler.html (Stand 1.8.2008).

ischen Recht geprüft. Die im Vorfeld der Abgabe des Übernahmeangebots der Schaeffler-Gruppe für die Continental AG von der Bieterin verfolgte Beteiligungsstrategie wird an geeigneter Stelle ebenfalls näher betrachtet.

C. Gang der Untersuchung

Die vorliegende Untersuchung gliedert sich in sechs Teile, von denen die ersten fünf sich mit den gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Herausforderungen des Erwerbs und der Ausübung des Stimmrechts aus der Aktie ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung nach geltendem Recht befassen und die damit einhergehenden rechtlichen Probleme aufzeigen. Der letzte Teil bietet einen rechtspolitischen Ausblick, in dem dargelegt wird, wie mit den bislang ungelösten Problemen künftig umgegangen werden sollte.

Im ersten Teil wird die Stellung des Aktionärs als Inhaber des Stimmrechts aus der Aktie und des Vermögensinteresses an der Beteiligung in rechtlicher Hinsicht beschrieben (§ 1) und mit ökonomischen Erwägungen begründet (§ 2). Der zweite Teil ist dem Erwerb des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung gewidmet. Dazu werden zunächst moderne Investmentstrategien und Handelstechniken (§ 3) sowie die einzelnen zur Umsetzung dieser Strategien und Techniken verwendeten derivativen Finanzinstrumente dargestellt, die den Erwerb des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung ermöglichen (§ 4). Zugleich werden die Interessenslage des Erwerbers dargestellt und die Folgen des Erwerbs für die Gesellschaft als Interessenverband aufgezeigt. Im Anschluss daran wird im dritten Teil erörtert, inwiefern dem Erwerb des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung rechtliche Beschränkungen entgegenstehen. Hier ist vor allem das sog. Abspaltungsverbot zu nennen (§ 5), darüber hinaus aber auch das Verbot des Stimmenkaufs (§ 6) sowie die Beschränkungen des Investmentrechts (§ 7). Die Möglichkeiten der Ausübung des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung sind Gegenstand des vierten Teils. Den Schwerpunkt der Überlegungen bildet dabei nach einer kurzen Erörterung der Möglichkeit des Ausschlusses des Stimmrechts wegen Interessenkollision (§ 8) die Untersuchung der Frage, inwiefern die Ausübung des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung missbräuchlich sein kann und welche rechtlichen Folgen an eine missbräuchliche Ausübung des Stimmrechts geknüpft sind (§ 9). In diesem Zusammenhang wird auf das Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen, auf die gesellschaftsrechtliche Treupflicht und das Gebot von Treu und Glauben nach § 242 BGB eingegangen. Die mit der Ausübung des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung einhergehenden Missbrauchsgefahren werden durch diese Rechtsinstitute indessen nur unzureichend erfasst, weshalb ein Stimmverbot aus funktionalen Gründen anzunehmen ist. Im fünften Teil werden die kapitalmarktrechtlichen Implikationen des Erwerbs des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung dargestellt. Dazu werden zu-

nächst die Vorschriften über den Marktmissbrauch, also die Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation näher betrachtet (§ 10). Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit liegt auf den Kapiteln über die kapitalmarktrechtlichen Offenlegungspflichten (§ 11) und die übernahmerechtlichen Pflichten des Aktionärs (§ 12), die für die Konstellationen des verdeckten Beteiligungsaufbaus von erheblicher Bedeutung sind. Abschließend werden in einem letzten Teil bestehende Reformvorschläge (§ 13) im Hinblick auf die Lösung der mit dem Erwerb und der Ausübung des Stimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung verbundenen Probleme diskutiert (§ 14) und eigene Lösungsvorschläge vorgestellt (§ 15).

D. Fallbeispiele

Die nachfolgenden Fallbeispiele dienen der Veranschaulichung der durch den Erwerb und die Ausübung des Stimmrechts aus der Aktie ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung aufgeworfenen Fragen. Den Fallbeispielen liegen tatsächliche Fälle zugrunde, die zum Zwecke der Veranschaulichung und aus Gründen der besseren Verständlichkeit vereinfacht und teilweise abgeändert wurden.

Fall 1 – Leerverkauf

Die deutsche D-AG möchte eine bedeutende Konkurrentin, die britische L-PLC übernehmen. Beide Gesellschaften sind börsennotiert. Die Investoren A und B erwerben im Vorfeld der Übernahme zusammen etwa 8 % an der D, sprechen sich gegen das von der Verwaltung der D vorgeschlagene Übernahmevertrag aus und versuchen die Abgabe des Angebots zu verhindern. In der Folge wird der Übernahmeplan aufgegeben. Dies führt zu Kurssteigerungen bei den D-Aktien und zu Kursverlusten bei den L-Anteilen. Später wird bekannt, dass einzelne Investoren in großem Umfang Leerverkäufe in L-Anteilen vorgenommen hatten.

Hätten A und B ihr Stimmengewicht in der D-AG dazu verwendet, um sich gegen die Übernahme stark zu machen und zugleich Leerverkäufe in L-Anteilen getätigt, hätten sie an beiden Enden verdient: durch ihre Opposition bei D an den steigenden Kursen der D-Aktien, durch ihre Leerverkäufe an den fallenden Kursen der L-Anteile. Bei einem Überwiegen der Verkaufspositionen in L-Anteilen im Portfolio von A und B wäre ihr Vorgehen bei der D wohl maßgeblich vom Vermögensinteresse an diesen Positionen bestimmt gewesen.

Fall 2 – Wertpapierleihe

L hält etwa 2,9 % der stimmberechtigten Aktien an der börsennotierten britischen B-PLC und möchte aktiven Einfluss auf die Geschäftsführung der B nehmen. L verlangt dazu auf der jährlichen Hauptversammlung der B Abstimmung über den Erwerb eigener Aktien durch B sowie weitere geschäftspolitische

Maßnahmen. Wenige Tage vor dem für den Nachweis der Berechtigung zur Teilnahme an der jährlichen Hauptversammlung maßgeblichen Zeitpunkt (sog. record date) geht L deshalb in großem Umfang Wertpapierleihgeschäfte mit verschiedenen Aktionären der B ein und erhöht damit seinen Stimmrechtsanteil vorübergehend auf etwa 9 %. Am Tag der Hauptversammlung stimmt L auch die „geliehenen“ Aktien in seinem Sinne ab (sog. record date capture). Einige der Verleiher waren sich einer entsprechenden Absicht des L bei Abschluss der Wertpapierleihgeschäfte offenbar nicht bewusst. Später gibt L die „geliehenen“ Aktien an seine Verleiher zurück.

Das Stimmengewicht des L in der Hauptversammlung entsprach nicht seiner Vermögensbeteiligung. In Höhe des überschließenden Stimmrechtsanteils hatte letztlich nicht der L, sondern die Verleiher das Kursrisiko aus seinem Abstimmungsverhalten zu tragen.

Fall 3 – Aktienswap Short-Position

Die US-amerikanische M-Inc. möchte die K-Inc. erwerben. Dazu trifft sie mit der K eine Vereinbarung, wonach diese gegen Gewährung von Anteilen auf die M verschmolzen werden soll. Beide Gesellschaften sind börsennotiert. Nach Veröffentlichung der Erwerbsabsicht steigt der Kurs der K-Aktien stark an, während die Titel der M an Wert verlieren. Investor P hält zu diesem Zeitpunkt etwa sieben Millionen Aktien an der K. Um den Zusammenschluss zu ermöglichen, erwirbt P in der Folge 9,9 % der stimmberechtigten Aktien an der M, die er bei dem allfälligen Verschmelzungsbeschluss in seinem Sinne abstimmen möchte. Zugleich geht P mit verschiedenen Investmentbanken Aktienswapgeschäfte ein, bei denen seine Geschäftspartner gegen entsprechendes Entgelt den sog. Equity Amount (Kursdifferenz und etwaige Dividende) und damit das Vermögensrisiko aus seinen M-Aktien übernehmen (Short-Position des P). Zu der von P erwarteten Abstimmung über die Verschmelzung kommt es nicht, da M infolge von Unregelmäßigkeiten in der Rechnungslegung der K vom Erwerb Abstand nimmt.

P hätte durch sein Vorgehen über ein erhebliches Stimmopotenzial in der Hauptversammlung der M verfügt, ohne ein den gewöhnlichen Aktionären der M entsprechendes Vermögensinteresse zu haben. Sein Abstimmungsverhalten wäre allein durch seine Beteiligung an der K motiviert gewesen.

Fall 4 – Aktienswap Long-Position I

Investor P hält 10,81 % der stimmberechtigten Anteile an der R-Ltd., einer börsennotierten neuseeländischen Gesellschaft. Die Höhe seines Stimmrechtsanteils hat P in Einklang mit neuseeländischem Recht öffentlich bekannt gemacht. In der Folge veräußert P 14 bzw. 17 Millionen R-Anteile an die Investmentbanken D respektive U und gibt bekannt, dass sein Stimmanteil wieder unter die Melde-

schwelle gefallen ist. Zeitgleich mit der Veräußerung der Anteile geht P mit D und U Aktienswapgeschäfte ein, in denen Letztere sich verpflichten, dem P gegen entsprechendes Entgelt den Equity Amount (Kursdifferenz und etwaige Dividende) aus 14 bzw. 17 Millionen R-Anteilen zu übertragen (Long-Position des P). Ihre Verpflichtungen sichern U und D mit den von P erworbenen Anteilen ab. Unmittelbar vor der ersten Hauptversammlung der R beendet P die Swapverträge und kauft die 31 Millionen Anteile an der R von U und D mit dem Ziel zurück bei der anstehenden Abstimmung aktiven Einfluss auf die Geschäftsführung der R zu nehmen.

Diese Vorgehensweise ermöglichte es dem P, innerhalb kurzer Frist eine bedeutende Beteiligung an der R aufzubauen, ohne gegen Offenlegungsvorschriften zu verstößen.

Fall 5 – Aktienswap Long-Position II

Die börsennotierte italienische F-SpA plant eine Kapitalerhöhung zur Bedienung von Debt-Equity-Swap Geschäften. Der Hauptaktionär A hält etwas weniger als 30 % der stimmberechtigten Aktien an der F und möchte die von der Kapitalerhöhung zu erwartende Verwässerung seines Anteils auf 22 % verhindern. Dazu geht er im Vorfeld der Kapitalerhöhung ein Aktienswapgeschäft mit der Investmentbank M ein, in dem sich diese gegen entsprechendes Entgelt verpflichtet, dem A den Equity Amount (Kursdifferenz und etwaige Dividende) aus 82,25 Millionen Aktien der F zukommen zu lassen (Long-Position des A). Diese Verpflichtung sichert M durch den Erwerb von 82,25 Millionen F-Aktien am Markt ab. Zum Zeitpunkt der Kapitalerhöhung macht A von seinem Recht der vorzeitigen Auflösung des Swapvertrages Gebrauch und verlangt die Lieferung von 82,25 Millionen F-Aktien (physical settlement). Das Aktienswapgeschäft wird erst bei der Auflösung zum Zeitpunkt der Kapitalerhöhung bekannt.

A konnte seinen Anteil an F auf diese Weise trotz der Kapitalerhöhung bei knapp unter 30 % halten, ohne Aktien teuer am Markt nachkaufen oder nach italienischem Recht ein Pflichtangebot für alle Anteile machen zu müssen.

E. Caveat

Die Mehrzahl der Fallbeispiele ist ausländischen Rechtsordnungen entnommen und die dargestellten Konstellationen lassen sich daher nicht ohne weiteres auf die hiesigen Verhältnisse übertragen. Inwiefern Aktionäre durch Ausübung ihres Stimmrechts hierzulande öffentliche Übernahmen und Verschmelzungen herbeiführen oder verhindern bzw. Einfluss auf die Geschäftsführung börsennotierter Gesellschaften nehmen können, wird durch die rechtliche Ausgestaltung der Aktionärsstellung bestimmt, die nachfolgend näher betrachtet werden soll.