

GoingPublic

Magazin

Das Kapitalmarktmagazin

SONDERDRUCK



BUSE Awards 2009

*Schutz vor „Räubern“
am Finanzmarkt*

„ANSCHLEICHEN“ BEI ÜBERNAHMEN DURCH
VORHANDENE GESETZESLÜCKEN?

Das Siegeressay von Martin Malkus

S. 7

JUBILÄUM AM VIERWALDSTÄTTER SEE

BUSE Awards zum
fünften Mal verliehen

S. 4



Grußwort

Recht oder Unrecht

*Von Christian Pothe, Rechtsanwalt und Attorney-at-Law,
Geschäftsführer der Kanzlei Buse Heberer Fromm*

„Links oder Rechts“, „Westen oder Osten“, „Arm oder Reich“, „Gerecht oder Ungerecht“: Im Superwahljahr 2009 hat man viel über Gegensätze hören müssen, die bei näherer Betrachtung des zugrunde liegenden Sachverhalts oftmals gar keine waren, aber zumindest dazu taugten, sich wahlkampfaktisch vom politischen Gegner abzusetzen und Wählerherzen zu gewinnen.

Dabei darf schon bezweifelt werden, dass sich eine Sitzordnung aus dem 19. Jahrhundert überhaupt noch als Unterscheidungsmerkmal für politische Programme in einer ausdifferenzierten Gesellschaft des 21. Jahrhunderts eignet. Noch absurder wird dies, wenn man bedenkt, dass sich die meisten Parteien ohnehin in einer nicht definierbaren Mitte drängeln, ohne damit notwendigerweise die entsprechende Substanz zu verkörpern.

Ebenso darf nachgefragt werden, ob in Anbetracht des zwanzigsten Jubiläums des Mauerfalls mit der Betonung von Gemeinsamkeiten und Unterschieden zwischen „Westen und Osten“ noch Inhalte verbunden sind. Selbst Grönemeyers Steigerung von Westen, nämlich „Tief im Westen“, kann am Jahrestag der Lehman-Pleite und den damit verbundenen Folgen für Opel – unter anderem im besungenen Bochum – kaum noch ein Gemeinschaftsgefühl oder gar Solidarität auslösen.

Das beliebteste Begriffspaar im Wahlkampf war aber zweifelsohne „gerecht und ungerecht“. Der Begriff „gerecht“ wurde dabei in so viele Zusammenhänge gezwängt, um die ultimative soziale Gerechtigkeit zu definieren, dass man am Ende vor lauter Chancengerechtigkeit, Leistungsgerechtigkeit und Generationengerechtigkeit gar nicht mehr wusste, ob nicht alle Parteiprogramme – sofern es sie überhaupt gab – irgendwie fürchterlich ungerecht waren.

Ganz so losgelöst von der Realität wie mancher Wahlkämpfer sollte ein Anwalt natürlich nicht an die Dinge herangehen. Wir streichen daher bei unserer Arbeit im ersten Schritt stets die „ge“s und beschäftigen uns mit dem Begriffspaar „Recht und Unrecht“. Die Einordnung eines Sachverhalts in eine der beiden Kategorien gelingt mithilfe des in der Ausbildung und im Berufsleben über



Christian Pothe

Jahrzehnte erworbenen Fachwissens meist noch leidlich. Damit ist die Arbeit aber oftmals noch nicht getan. Mag sich ein Richter noch damit zufrieden geben, Recht zu sprechen und zu sagen, was De Lege Lata Sache ist, muss der Anwalt anschließend noch in die nächste Dimension vordringen und sich doch wieder um die beiden „ge“s kümmern.

Ein Grund dafür sind die seherischen Fähigkeiten, die von einem Anwalt heutzutage erwartet werden. Er kann sich bei seiner Tätigkeit nämlich nicht dem Umstand verschließen, dass das Recht keine Naturwissenschaft ist. Recht ist in fast jedem Land anders und Gesetze können sich – in Demokratien dank der Parlamente – ändern, beispielsweise was die steuerliche Absetzbarkeit von Schmiergeldzahlungen im Ausland angeht. Bei einer vorausschauenden Beratung von Mandanten sollte man deshalb auch tunlichst berücksichtigen, welche Gesetzgebungsvorhaben anstehen, was also die regierenden Parteien als ihr Ergebnis der Abwägung von „gerecht und ungerecht“ (nicht zu verwechseln mit „bezahlbar und unbezahlbar“) in Form von Handlungsanweisungen in Paragraphenform zu gießen beabsichtigen. So bewegt die Practice Groups Banking & Finance der großen Kanzleien zurzeit beispielsweise die Frage, ob und gegebenen-

falls wie die Parlamente aufgrund der Lehren aus Lehman die Kapitalmärkte verändern werden.

Aber nicht nur beim Blick in die Zukunft, sondern auch bei der Beratung aufgrund bestehender Rechtsnormen müssen die beiden „ge“s berücksichtigt werden. Für den wirtschaftlichen Erfolg von Mandanten kann es nämlich überaus wichtig sein, in den Augen der Öffentlichkeit nicht nur rechtmäßig, sondern auch gerecht zu agieren. Da mögen die Presserechtlern der Kanzlei noch so gut sein, der Mandant würde es sich gern ersparen, mit Unterlassungsverfügungen gegen diejenigen vorzugehen, die eine rechtlich wasserdichte Werksschließung zur Primetime im Fernsehen als beispiellose soziale Ungerechtigkeit geißeln und zum Boykott seiner Produkte aufrufen. Und ob die Mitglieder der Praxisgruppe Arbeitsrecht einen aufgrund der neuen Arbeitsverträge von der Belegschaft des Mandanten mit einer Zustimmung von 99,9% beschlossenen Streik noch aus der Welt bekommen, bliebe auch fraglich.

Schließlich sollte ein Anwalt ebenso in eigenen Angelegenheiten über eine klare Wertewelt verfügen und artikulieren können, was er als „gerecht oder ungerecht“ empfindet. Als Unabhängiges Organ der Rechtspflege darf er sich davon dann natürlich auch nicht durch irgendwelche galaktischen Honorarhoffnungen abbringen lassen. Der jährliche CSR-Bericht der Kanzlei ersetzt übrigens nicht die eigene Wertewelt eines Anwalts.

Auch die Themen, mit denen sich die Teilnehmer der Buse Awards in diesem Jahr beschäftigt haben, spiegeln nicht nur die Frage wider, ob etwas „Recht oder Unrecht“ ist. Die Betrachtungen aus verschiedenen Blickwinkeln, beispielsweise des Staats, der Banken, der Aktionäre und der Vorstände, führten zwangsläufig zur Auseinandersetzung mit der Frage, ob etwas überhaupt noch als gerecht angesehen werden kann, wenn es von vielen Seiten nur noch mit dem Begriff „räuberisch“ in einem Atemzug genannt wird.

Die diesjährigen Themen des Essaywettbewerbs, die wiederum in einer Online-Abstimmung ermittelt wurden, ließen sich insoweit mit folgenden Begriffspaaren auf den Punkt bringen: „Kreatives Anschleichen oder Verletzung von Mitteilungspflichten“, „Wahrnehmung von Aktionärsrechten oder rechtsmissbräuliche Anfechtungsklage“, „Finanzmarktstabilisierung oder Zwangsenteignung“. Den Finalisten, Reto Aschwanden, Jantje Flade, Patrick Buse, Martin Debusmann und Martin Malkus, ist es in dieser Hinsicht bestens gelungen, sich den Themen nicht

nur aus der Perspektive „Recht oder Unrecht“ zu nähern, sondern jeweils auch den Kontext zu erfassen und darzustellen.

Die wichtigste Frage für die Jury lautete natürlich auch in diesem Jahr wieder „gut oder schlecht“? Dieses Begriffspaar taugte allerdings bei der Verleihungszeremonie in Vitznau nicht mehr wirklich zur Unterscheidung. Vielmehr bedurfte es bei der Bewertung der Leistungen aller Finalisten einer Steigerung des ersten Begriffs hin zum „sehr gut“. Sehr gut waren nicht nur die schriftlichen Essays, sondern ebenfalls die Vorträge, weshalb die mit Unterstützung von Haubrok durchgeführte Abstimmung über den besten Vortrag auch denkbar knapp ausfiel.

Schließlich muss noch ein letztes Begriffspaar betrachtet werden: „warm und kalt“. Im fünften Jahrgang des Wettbewerbs hat die Verleihungszeremonie der Buse Awards in dem Land stattgefunden, das Finanzminister Peer Steinbrück mit seinen Wildwest-Zitaten bedacht hat und zwecks Enttarnung von Steuersündern zur Lockerung des Bankgeheimnisses motivieren wollte: der Schweiz. In Vitznau am Vierwaldstättersee ging es dann jedoch nicht um „Kavallerie und Indianer“, sondern um „Rudern und Fußball“. Dabei handelt es sich evident nicht um ein gegensätzliches Begriffspaar, sondern um diejenigen Sportarten, die von den Finalisten der Buse Awards im Anschluss an die Preisverleihung auszuüben waren. Da kaltes Wetter aufgrund der großartigen Leistungen der Beteiligten natürlich ungerecht gewesen wäre, kam es wie es kommen musste und es war warm. Zumindest dieses dürfte bei der Preisverleihung im nächsten Jahr in Lissabon schon aufgrund der geographischen Lage wieder gewährleistet sein. Dass die Leistungen der Finalisten 2010 wieder auf ebenso hohem Niveau liegen wie in diesem Jahr, kann nur gehofft werden.

INHALTSVERZEICHNIS

Jubiläum am Vierwaldstätter See –	S. 4
BUSE Awards zum fünften Mal verliehen	
BUSE Awards 2010 –	
Jetzt bewerben – Abgabetermin 6. August 2010!	S. 6
„Anschleichen“ bei Übernahmen	S. 7
durch vorhandene Gesetzeslücken?	
Martin Malkus (1. Platz)	
Kein Schutz vor den „Räubern“	S. 10
Patrick Daniel Buse (2. Platz)	
Wenn „cash“ doch nicht „Bargeld“ ist	S. 13
Martin Eduard Debusmann (3. Platz)	

Jubiläum am Vierwaldstätter See

BUSE Awards zum fünften Mal verliehen

Die mittlerweile zum fünften Mal ausgelobten BUSE Awards wurden 2009 im schweizerischen Vitznau verliehen. Für die Zeremonie im Rahmen der dreitägigen Jahreshauptversammlung der Sozietät Buse Heberer Fromm hatten sich fünf Finalisten aus insgesamt 17 Einsendungen qualifiziert. Am Fuße der Königin der Berge, der Rigi, konnten im Park-Hotel Reto Aschwanden Patrick Buse, Martin Eduard Debusmann, Jantje Friederike Flade und Martin Malkus neben den bereits im Vorfeld von der Jury festgelegten drei Platzierungen einen Sonderpreis für die beste Essay-Präsentation unter sich ausmachen. Hierfür wurde in diesem Jahr sogar erstmals ein Funkabstimmungssystem eingesetzt.

Anschleichen, ARUG oder Zwangsenteignung?

Die BUSE Awards sind ein Essay-Wettbewerb im Bereich kapitalmarktrechtlicher Fragestellungen, der seit 2005 von der Sozietät Buse Heberer Fromm sowie dem GoingPublic Magazin in Zusammenarbeit mit der European Law Students' Association (ELSA), dem Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVH) sowie LEGALnetwork veranstaltet wird. Die Fachjury besteht aus Vertretern der Kooperationspartner – und wie gewohnt fiel die Wahl auch dieses Mal wieder überaus schwer. Die Jury entschied sich bei Platz 1 für Martin Malkus: Er wählte das Thema „Anschleichen' bei Übernahmen durch vorhandene Gesetzeslücken? – moderne Finanzinstrumente bedürfen moderner Regelungen“ für seinen Sieger-Essay. Der zweite Platz ging an Patrick Buse (mit dem Namensgeber der Kanzlei nicht verwandt oder verschwägert!), der feststellte: „Kein Schutz vor den ‚Räubern' – Das ARUG kann missbräuchliche Anfechtungsklagen nicht verhindern“, gefolgt von Martin Eduard Debusmann, der sich wie der Sieger über die Frage Gedanken machte: „Wenn ‚cash' doch nicht ‚Bargeld' ist: Kreatives Anschleichen durch Cash-Settled Derivatives im deutschen Kapitalmarktrecht“. Auch im Jubiläumsjahr waren die Awards mit attraktiven Geldpreisen dotiert: Schecks in Höhe von 1.000, 750 bzw. 500 EUR konnten die drei Erstplatzierten mit nach Hause nehmen.

Per Knopfdruck zum Sieg

Neu war in diesem Jahr, dass der Sieger des zum zweiten Mal ausgelobten Preises von 250 EUR für die beste Essay-Präsentation per Funkabstimmung ermittelt wurde. Das anwesende Auditorium, bestehend aus Partnern und Associates der Kanzlei sowie Vertretern der GoingPublic Media AG, ELSA und LEGALnetwork, lauschte gespannt den Ausführungen der Teilnehmer. Dabei zeigte sich, was auch schon die einge-



V.l.n.r.: Reto Aschwanden (Finalist), Jantje Friederike Flade (Finalistin), Patrick Buse (2. Platz), Markus Rieger (GoingPublic Media AG), Barbara Sandfuchs (ELSA Germany), Dr. Martin Hamm (Buse Heberer Fromm), Christian Pothe (Buse Heberer Fromm), Laura Schmitt (ELSA Germany), Martin Debusmann (3. Platz) und Martin Malkus (1. Platz).



Ort der Preisverleihung der BUSE Awards 2009: Das Park Hotel Vitznau am Vierwaldstätter See



Der Sieger der BUSE Awards 2009 Martin Malkus

reichten Essays vermuten ließen: Die Herangehensweise an die Aufgabenstellung kann sehr unterschiedlich sein. Während der Sieger Martin Malkus die Präsentation wie auch den Essay eher sachlich und wissenschaftlich gestaltete, „würzte“ der mit nur einer Stimme Rückstand Zweitplatzierte in Sachen Präsentation und Lokalmatador Reto Aschwanden (er stammt aus dem von Vitznau gut 30 km entfernten Zug) seinen kurzweiligen Vortrag mit allerlei Karikaturen.

Das Funkabstimmungs-system wurde dabei freundlicherweise vom HV-Dienstleister Haubrok Corporate Events zur Verfügung gestellt. Derartige Systeme kamen beispielsweise bereits auf Hauptversammlungen der IKB oder der Commerzbank zum Einsatz. Zur Einstimmung der Anwesenden auf das Televoting machte sich der Geschäftsführer des Unternehmens Bernhard Orlik in einem kurzen Vortrag über Sinn und Unsinn sogenannter „Berufskläger“ Gedanken. Seine durchaus provokante These: Auch Berufsaktionäre haben ihre Daseinsberechtigung am Kapitalmarkt, da sie als Gegenkraft und Korrektiv zu starken Vorständen und Aufsichtsräten wirken (können). Garniert war sein amüsanter Vortrag mit kleinen Anekdoten rund um Geschehnisse auf den über 150 jährlich durch Haubrok Corporate Events betreuten Hauptversammlungen.

Mittels der im Vorfeld der Preisverleihung an alle Anwesenden verteilten Televoter konnte dieser These zugestimmt werden – oder eben nicht: Knapp die Hälfte der Anwälte widersprach Orliks These, Berufskläger hätten eine Daseinsberechtigung. Die zweite Testabstimmung bezog sich auf die eine Woche später anstehende Bundestagswahl und den erwartenden Wahlausgang: Hier prognostizierten die Teilnehmer mit über 54,2% treffsicher einen Sieg der schwarz-gelben Regierungskoalition.

Rückblick

Im Anschluss an die Abstimmungen blickte Markus Rieger, Moderator der Preisverleihung und Vorstand der GoingPublic Media AG, nochmals auf die letzten fünf Jahre BUSE Awards zurück. Dabei ging er auf die Preisträger der Vergangenheit ein und stellte – soweit bekannt – deren weitere berufliche Werdegänge vor. Auffallend und zugleich positiv ging daraus hervor, dass viele der ehemaligen Teilnehmer heute bei großen, bedeutenden Anwaltskanzleien beschäftigt sind.

Die Themen der Jubiläums-Ausschreibung standen im Zeichen der aktuellen Gesetzesänderungen: In einem 5- bis 7-seitigen Essay in deutscher oder englischer Sprache konnten die Teilnehmer Beiträge zu einem der drei finalen Themenstellungen einreichen. Diese wurden dabei zum zweiten Mal durch eine Online-Abstimmung aus zunächst insgesamt zehn Themenvorschlägen herausgefiltert. Eine der folgenden drei Aufgaben galt es zu bearbeiten (auf die ausführliche Aufgabenstellung wird an dieser Stelle aus Platzgründen verzichtet):

- A) „Anschleichen“ bei Übernahmen durch vorhandene Gesetzeslücken?
- B) Reform des Beschlussmängelrechts im Aktionärsrechterichtlinie-Umsetzungsgesetz „ARUG“



Erstmals wurde 2009 der Sieger des Preises für die beste Essay-Präsentation in Höhe von 250 EUR per Funkabstimmung ermittelt. (

- C) Finanzmarktstabilisierungsgesetz und „Zwangseinteignung“ von Aktionären

Teilnehmerstatistik 2009

Von den insgesamt 17 Essayisten (Vj. 20), wählten jeweils acht Thema A) und C), während sich nur einer der Beschlussmängelproblematik (B) widmete. Das Durchschnittsalter der Einreichenden, unter denen sich nur zwei Frauen befanden, lag 2009 bei 26 Jahren (Vj. 24). Dabei gab es zwei „Wiederholungstäter“, Teilnehmer, die 2009 bereits zum zweiten Mal an den BUSE Awards teilnahmen. Jedoch schafften es beide nicht bis ins Finale. Auffällig war, dass es nur vier sogenannte „Earlybirds“ gab – 2008 war es noch über die Hälfte der Beiträge, die innerhalb eines festgelegten frühzeitigen Stichtags (30.6.2009) eingingen, was mit attraktiven Buchpreisen für die Essayisten honoriert wurde. Einer dieser vier war Patrick Buse, der allerdings aufgrund der frühen Abgabe seinen Beitrag nochmals „nachbessern“ musste: Der Gesetzgeber hatte in letzter Minute einige Stellen des Gesetzes vor der seinerzeit noch ausstehenden Bundestagspassage geändert, und hier galt es natürlich, dieser Entwicklung Rechnung zu tragen. Mit Erfolg offenbar: Immerhin nahm Buse den zweiten Preis bei den Awards mit nach Hause. Der Großteil der Beiträge ging 2009 hingegen in der letzten Woche vor dem letzten Abgabetermin ein – einer praktisch in letzter Minute: Der Essay des Drittplatzierten Martin Debusmann erreichte die Redaktion am 7. August um 23.52 Uhr per E-Mail.

Fazit

Die Jubiläums-Veranstaltung der Buse Awards zeigte einmal mehr, wie bedeutend die Förderung des juristischen Nachwuchses ist. Die amtierende ELSA-Präsidentin Barbara Sandfuchs betonte daher in ihrer kurzen Gratulationsansprache auch den Anreiz, den derartige Ausschreibungen Studierenden bietet: Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht sind in der juristischen Ausbildung noch immer keine Schwerpunkte, auch wenn ihre praktische Bedeutung einen zunehmend höheren Stellenwert erfährt. In diesem Sinne freuen sich die Ausrichter auf die kommenden fünf Jahre BUSE Awards.

Daniela Gebauer

BUSE Awards 2010

Jetzt bewerben – Abgabetermin 6. August 2010!

Auch im Jahr 2010 veranstalten die Sozietät Buse Heberer Fromm sowie das GoingPublic Magazin in Zusammenarbeit mit der European Law Students' Association (ELSA), und dem Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVH) wieder einen Essay-Wettbewerb im Bereich kapitalmarktrechtlicher Fragestellungen.

Teilnahmeberechtigter Personenkreis

Teilnahmeberechtigt sind

- ◆ Studentinnen und Studenten der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
- ◆ Rechtsreferendarinnen und Rechtsreferendare
- ◆ Associates von Kanzleien, die nicht länger als zwei Jahre im Berufsleben stehen
- ◆ Young Professionals aus Wirtschaftsunternehmen, die nicht länger als zwei Jahre im Berufsleben stehen

Aufgabenstellung

Teilnehmerinnen und Teilnehmer müssen ein 5-7-seitiges Essay (in deutscher oder englischer Sprache) zu ausgewählten Themen erarbeiten. Die Bekanntgabe der Themen erfolgte am 6. April 2010. Zu einem dieser drei Themen müssen die Teilnehmer dann bis zum 6. August 2010 ein fünf- bis siebenseitiges Essay erarbeiten. Informationen zum Ablauf des Wettbewerbs und zu den Anforderungen an die Essays sind bei der GoingPublic Media AG, Stichwort „BUSE Awards 2010“, Hofmannstr. 7a, 81379 München, E-Mail: buseawards@goingpublic.de, zu erhalten. Bei der Bewertung der Essays wird der jeweilige Ausbildungsstand der Teilnehmerinnen und Teilnehmer von der Jury berücksichtigt.

ANSPRECHPARTNER

Ansprechpartner für Fragen zu den inhaltlichen Anforderungen an die Essays für die Redaktion des GoingPublic Magazins und als Vertreter der Jury sind Markus Rieger (rieger@goingpublic.de) und Falko Bozicevic (fb@goingpublic.de). Organisatorische Fragen zu den BUSE Awards beantwortet Jana Riedel (riedel@goingpublic.de).

Buse Awards 2010

Die drei Themen für die diesjährigen BUSE Awards lauten:

- A) Online Hauptversammlung
- B) Islamic Banking
- C) Regulierung für Ratingagenturen

Die ausführlichen Fragestellungen sowie die Teilnahmebedingungen unter www.buseawards.de

Prämierung

Die Verfasser der fünf besten Essays werden zur Verleihung der BUSE Awards am 18. September 2010 nach Lissabon eingeladen. Im Rahmen der Verleihungszeremonie präsentieren die Finalisten zunächst in einer achtminütigen Zusammenfassung die Ergebnisse ihrer Arbeit. Die drei Erstplatzierten erhalten Geldpreise in Höhe von 1.000 Euro, 750 Euro bzw. 500 Euro; ihre Essays werden außerdem in Auszügen im GoingPublic Magazin bzw. in einem Sonderdruck des Magazins veröffentlicht. Für die beste Präsentation gibt es zusätzlich einen Geldpreis in Höhe von 250 Euro. Daneben winken attraktive Praktikumsplätze bei Buse Heberer Fromm sowie in der Redaktion des GoingPublic Magazins. Alle Teilnehmer am Wettbewerb erhalten als kleines Dankeschön ein Jahresabonnement des GoingPublic Magazins.

Einzureichende Unterlagen

Bewerber müssen bis zum 6. August 2010 folgende Unterlagen einreichen:

- ◆ 5-7-seitiges Essay (entsprechend ca. 15-20.000 Zeichen, mit Titel, Untertitel, kurzer Einleitung, 2-3 Zwischenüberschriften pro Seite und Fazit)
- ◆ Kurzlebenslauf (1-2 Seiten)

„Earlybird-Bonus“

Teilnehmer, die ihr Essay bis zum 30. Juni 2010 einreichen, erhalten ein Kapitalmarkt-Buchpaket im Wert von rund 150 Euro!

Die Unterlagen können per E-Mail oder Hardcopy eingereicht werden. Sie sind an folgende Adresse zu senden:

GoingPublic Media AG, Stichwort „BUSE Awards“, Hofmannstr. 7a, 81379 München, oder per E-Mail an: buseawards@goingpublic.de.

„Anschleichen“ bei Übernahmen durch vorhandene Gesetzeslücken?

1. Platz

Moderne Finanzinstrumente bedürfen moderner Regelungen

Von Martin Malkus

Raubkatzen bedienen sich zur Beutejagd folgender Technik: Sie schleichen sich heimlich an ihre Beute an und springen dann urplötzlich mit einem gewaltigen Satz von hinten auf das Opfer. Doch nicht nur in der Tierwelt, auch auf dem Kapitalmarkt sorgte sogenanntes „Anschleichen“ durch unerwarteten Aktienwerb für Aufsehen: in den Übernahmeschlachten Schaeffler/Continental im Sommer 2008 sowie Porsche/VW Ende des Jahres 2008. Wähte man sich bis dahin sicher durch das System der wertpapierrechtlichen Meldepflichten vor heimlichem Aktienwerb geschützt, erwiesen sich die §§ 21 ff. WpHG als unzureichender Schutz gegen Swaps – moderne Finanzinstrumente, die sich richtig eingesetzt zur Übernahme eignen.

(...)

1) Einführung

1) Fall Schaeffler/Continental

Das Problem der Unternehmensübernahme durch „Anschleichen“ wurde in Deutschland erstmals im Fall Schaeffler/Continental akut: Schaeffler hielt 2,97% der Conti-Aktien und war Inhaberin einer Aktienoption i.H.v. 4,95%. Darüber hinaus hatte Schaeffler mit mehreren Banken sog. Swap-Geschäfte getätigt, die es ermöglichten, in Zukunft Zugriff auf 28% der Aktien zu nehmen.¹ Dabei hielt jede Bank jeweils weniger als 3%.²

Warum diese Konstruktion? Dies erklärt sich aus dem System der Mitteilungspflichten:

THEMA A: „ANSCHLEICHEN“ BEI ÜBERNAHMEN DURCH VORHANDENE GESETZESLÜCKEN?

„Kreatives Anschleichen“ bei Übernahmen mit Hilfe von bestehenden Lücken im Regelwerk rückte medienwirksam vor allem bei Porsche/VW und Schaeffler/Continental ins Rampenlicht. Erläutern Sie neben einer Begriffsdefinition kurz die zugrunde liegenden Normen, diskutieren Sie in Ihrem Essay vor allem die Chancen und Risiken bei Ausnutzung der bestehenden Regellücken und mögliche Verbesserungsvorschläge (eigene wie fremde).

Martin Malkus, Jahrgang 1984, studierte Rechtswissenschaften an der Philipps-Universität Marburg. Als universitären Schwerpunkt wählte er „Recht des Unternehmens“, als Zusatzqualifikation „Recht und Wirtschaft“. Er war als studentische Hilfskraft an verschiedenen Lehrstühlen sowie als AG-Leiter für Schuld-



recht und Staatsorganisationsrecht tätig. Bei ELSA Marburg ist er als Direktor aktiv. Seit der ersten juristischen Staatsprüfung Anfang 2009 arbeitet er als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Rechtsvergleichung und Rechtsökonomik bei Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard) und promoviert bei Prof. Dr. Elmar Mand, LL.M. (Yale) zum Kartellrecht. Bei den BUSE Awards 2009 belegte er mit seinem hier in Auszügen veröffentlichten Essay „Anschleichen‘ bei Übernahmen durch vorhandene Gesetzeslücken?“ den 1. Platz.

2) Das System der Mitteilungspflichten

Nach § 21 Abs. 1 WpHG hat jede Person den Erwerb von Stimmrechten an einem in Deutschland zum Börsenhandel zugelassenen Unternehmen zu melden, soweit bestimmte Schwellenwerte überschritten sind. Dies soll eine Beurteilung der Zusammensetzung des Aktionärskreises ermöglichen und damit das Vertrauen der Aktionäre in die Wertpapiermärkte stärken, um deren Funktionsfähigkeit zu fördern.

- a) Hierbei liegt die Eingangsmeldeschwelle für Aktien in direktem Besitz gem. § 21 Abs. 1 WpHG bei 3% der Stimmrechte einer börsennotierten Gesellschaft. Somit lag Schaeffler mit 2,97% bewusst knapp unter dieser Schwelle.

1) Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, BT-Drucks. 16/1067, S. 1.

2) Kramer/Christmann, GoingPublic 2008, 74, 75.

- b) Weiterhin bestand 2008 eine Schwelle für Aktienoptionen bei 5% gem. § 25 Abs. 1 S. 1 WpHG aF. Mit 4,95% lag der von Schaeffler besessene Anteil ebenfalls darunter.
- c) Diese knappen 8% bewegen sich in dem vom Gesetzgeber vorgegebenen Rahmen und stellen noch keinerlei Bedrohungspotenzial dar. Die eigentlich interessante und problematische Konstellation – die, um bei obiger Metapher zu bleiben, erst für den gewaltigen „Sprung der Raubkatze“ sorgt – liegt in Schaefflers Swap-Geschäft i.H.v. 28%.

3) Funktion der Swap-Verträge in Übernahmesituationen

- a) **Funktion von Swaps allgemein:** Was sind Swaps? Bei Swaps handelt es sich um an den Kapitalmärkten weltweit anerkannte Finanzinstrumente. Der hier vorliegende Cash Settled Equity Swap ermöglicht es dem Investor, von Kurssteigerungen zu profitieren, ohne die Aktien selbst zu besitzen. Dabei erhält der Investor von seinem Vertragspartner Zahlungen in Korrelation zur Höhe der Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen. Als Gegenleistung gleicht der Investor eventuelle Kursverluste aus und entrichtet Zinsen für die Laufzeit des Swaps. Die sich daraus gegenseitig ergebenden Zahlungspflichten werden am Ende der Swap-Laufzeit durch Zahlung eines Differenzbetrages abgewickelt (Cash Settlement = Barausgleich). Die Besonderheit der Swaps liegt gerade darin, dass eine physische Lieferung von Aktien (Physical Settlement) nicht nötig ist, sondern es vielmehr nur zum Barausgleich kommt.
- b) **Chancen von Swaps in Übernahmesituationen** – Gerade diese Eigenarten lassen sich für Übernahmen fruchtbar machen: Zum einen dient der Swap dem wirtschaftlichen Ziel der Sicherung des Aktienkurses durch den potenziellen Bieter. So steigt mit dem Übernahmeangebot der Aktienkurs grundsätzlich in hohen Maßen an, eine Übernahme verteuert sich. Die Kursentwicklung der Continental-Aktie nach Bekanntgabe des Übernahmeangebots durch Schaeffler macht dies besonders gut deutlich: Innerhalb weniger Tage stieg der Kurs je Aktie von 55 EUR auf über 70 EUR. Mit steigendem Aktienkurs steigt aber auch der Wert der Swaps, so dass sich die Übernahme für den Bieter letztlich nicht verteuert. Der Swap sorgt dafür, einen bestimmten Kurs im Hinblick auf den geplanten Erwerb zu sichern.

Zum anderen dient der Swap einem potenziellen Aktienerwerb: Der Bieter kann damit rechnen, dass die Banken sich vor den Risiken eines steigenden Aktienkurses absichern werden. Zumeist geschieht das durch Kauf der Referenzaktien (Natural Hedge), die dem Investor bei Beendigung des Swap-Vertrages angedient werden. Ein Recht auf Andienung besteht nicht, es mag sich aber in zahlreichen Fällen aus wirtschaftlicher Vernunft heraus ergeben.

Gerade dadurch, dass der Investor auf diese Weise Zugriff auf Aktienkontingente weit oberhalb der Meldeschwellen erhalten kann, stellt der Swap ein geeignetes Mittel zum „Anschleichen“ dar, sofern er denn von den kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten nicht erfasst wird, sich der Inves-

tor also eine Gesetzeslücke innerhalb der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zu Nutze machen kann.

II) Besteht eine Gesetzeslücke?

(...)

Verstoß gegen die §§ 21 ff. WpHG?

(...)

Swap-Geschäfte in Übernahmesituationen könnten ein Halten für Rechnung des Meldepflichtigen i.S.d. § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG darstellen. Teile der Literatur bejahen dies.³ So genüge es unabhängig von einer rechtlichen Pflicht, wenn sich der Stillhalter (im Fall Schaeffler/Continental das Bankenkonsortium rund um Merrill Lynch) allein auf Grund eines Gentlemen's Agreement verpflichtet fühlt, dem Wunsch des potenziellen Erwerbers auf Realerfüllung nachzukommen.⁴ Die BaFin und mit ihr die wohl herrschende Meinung in der Literatur⁵ hält dagegen das Vorgehen für nicht meldepflichtig. So heißt es in der Pressemitteilung der BaFin: „Mitteilungspflichtig i.S.d. Gesetzes sind nur solche Finanzinstrumente, die den Inhaber des Finanzinstrumentes berechtigen, einseitig mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien zu erwerben.“⁶ Auch ist es denkbar, dass die Banken die Aktien einem anderen Investor (z.B. White Knight) andienen. Damit ist die Frage, ob tatsächlich eine Gesetzeslücke besteht, weitgehend geklärt und zu bejahen.

III) Sollte die Gesetzeslücke geschlossen werden?

Die Rufe in der Politik nach Bekanntwerden des Falles Schaeffler/Continental nach einem schnellen Schließen der Lücke waren laut.⁷ Das Bundesjustizministerium, wie auch Fleischer/Schmolke, warnte jedoch im Sommer 2008 vor „legislatorischen Schnellschüssen“.⁸ Dem ist zuzugestehen, dass negative Regulierungseffekte durch erhöhte Transaktionskosten und „false positives“ drohen. Gerade das Auftreten weiterer Fälle⁹ hat aber gezeigt, dass Handlungsbedarf besteht.

Zwar mag die Hoffnung, dass die Europäische Gemeinschaft einheitliche Regelungen für Finanzinstrumente schafft,¹⁰ neue nationale Regelungen entbehrlich erscheinen lassen, ein starres Abwarten kann aber dramatische Folgen haben. Denn dadurch können deutsche Unternehmen zu leichten Übernahmeopfern werden. Das Bedürfnis nach einem Level Playing Field im globalen Finanzmarkt spricht daher gerade gegen ein Abwarten und für ein schnelles Handeln.

3) Habersack, AG 2008, 817, 818ff.; U.H. Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 563; U.H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 7f.; Schanz, DB 2008, 1899, 1905; Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2026ff.

4) U.H. Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 563; U.H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 7f. 5) Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, BT-Drucks. 16/1067, S. 4; Brandt, BKR 2008, 441, 444, v. Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1800; Cascante/Topf, AG 2009, 53, 62; Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 849; Renz/Rippel, BKR 2008, 309, 312.

6) BaFin, Pressemitteilung v. 21.8.2008.

7) Welt Online v. 17.07.2008, abrufbar unter: http://www.welt.de/wirtschaft/article2221973/Schaeffler_droht_Geldbusse_im_Kampf_um_Conti.html; Anfrage der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, BT-Drucks. 16/10167.

8) Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501.

9) Porsche/VW, AMD/MLP.

10) so von Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 408 f. angedacht.

Anfängliche Zurückhaltung ist nicht mehr angebracht, der Gesetzgeber sollte handeln und die Gesetzeslücke schließen¹¹. Dass dieses Handeln dabei nicht unbedacht – eben kein „legislatorischer Schnellschuss“ – wird, kann durch eine genaue Analyse verhindert werden.

IV) Wie ist die Gesetzeslücke sinnvoll zu schließen?

(...)

1) Vorbild Ausland

Nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen Ländern ist die Problematik des Anschleichens durch Swaps aufgetreten,¹² dortige Erfahrungen könnten aufschlussreich sein.

(...)

In Großbritannien sind Swap-Geschäfte seit dem 1. Juni 2009 nach den allgemeinen Disclosure and Transparency Rules der FSA offenlegungspflichtig¹³.

Auch die Schweiz hat mit der Problematik des Anschleichens durch Swap-Geschäfte Erfahrung gemacht, als 2007 eine österreichisch-russische Investorengruppe das traditionsreiche Unternehmen Sulzer übernahm. Auf den darauf folgenden öffentlichen Aufschrei wurde schnell durch Änderung der eidgenössischen Börsenverordnung¹⁴ reagiert, die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten auf Options- und Swap-Geschäfte mit Barausgleich ausgedehnt und Art. 20 Abs. 2 bis eingefügt, wonach auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten von der Mitteilungspflicht umfasst werden, die es „wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“.

2) „große Lösung“

Uwe H. Schneider/Anzinger wollen die Problematik durch eine Umgestaltung der §§ 21 ff. WpHG lösen. Aus einem System der Einzelfallregelungen sollte eine Generalklausel mit Regelbeispielen werden. Durch eine solche „große Lösung“¹⁶ wird aber letztlich Einzelfallgerechtigkeit um den Preis vermehrter Rechtsunsicherheit erkaufte.¹⁷

3) „kleine Lösung“

Der Lückenschluss sollte daher durch Fortentwicklung des bisherigen Melderegimes in Form zahlreicher kleiner Änderungen vorgenommen werden. Die §§ 21 ff. WpHG müssen um eine Regelung ergänzt werden, die auch solche Finanzinstrumente erfasst, die sich auf stimmberechtigte Aktien eines börsennotierten Emittenten als Basiswert beziehen.

a) Schaffung flexiblerer Regelungen: Die Regelung darf dabei nicht zur bloßen Einzelfallregelung der Fälle Schaeffler/Conti und Porsche/VW verkommen. Vielmehr muss aufgrund der rasanten Fortentwicklung derivativer Finanzinstrumente versucht werden, alle bisher vorhersehbaren Umgehungsmöglichkeiten zu schließen. Steckt doch die Gefahr der Umgehung nicht allein in den Swap-Geschäften. Auch andere Gestaltungen und weitere neuartige Finanzprodukte könnten die Meldepflichten unterlaufen. Die neue Regelung muss diesbezüglich eine geeignete Antwort auf das Problem rund um „den Hasen

und den Igel“¹⁸ bieten können. Die Beratungspraxis ist – wie der Hase – von Natur aus schneller und findiger als der durch langfristige Verfahren träge – igelgleiche – Gesetzgeber. Damit der Igel, wie in der Fabel, das Ziel dennoch schneller erreicht als der Hase, sollten ihm durch eine geschickte Regelung Beine gemacht werden:

b) Stärkung der Kompetenz der Kapitalmarktaufsichtsbehörden: Denkbar wäre es hier zum einen, das Bundesministerium der Finanzen zu ermächtigen, entsprechend den §§ 22 Abs. 5, 31 Abs. 11 WpHG durch Verordnung die von § 22 WpHG umfassten Finanzinstrumente zu erweitern.¹⁹ Zum anderen könnte die BaFin dazu ermächtigt werden, auf moderne Finanzinstrumente schnell zu reagieren, schneller als der Gesetzgeber. Durch rasch abänderbare Rechtsverordnungen könnte sie den § 21 WpHG konkretisieren.²⁰ Das ist nicht ungewöhnlich, sondern erinnert stark an die Befugnisse der EU-Kommission in Kartellsachen. Das schnelle Vorgehen in der Schweiz spricht für eine solche Lösung. Langfristig ist es vorstellbar, dass eine europäische Behörde diese Aufgabe übernimmt. Entscheidend ist letztlich, dass durch eine solche Ausgestaltung eine flexiblere Regelung entsteht, die es vermag, dem „Igel Beine zu machen“.

c) Rechtsfolge: vorübergehender Rechtsverlust: Auch die Rechtsfolge bei Verstoß gegen die Mitteilungspflichten durch Swap-Geschäfte sollte überdacht werden. Eine simple Ergänzung der Bußgeldvorschrift des § 39 Abs. 2 WpHG, um Verstöße mit einer Geldbuße von bis zu 200.000 EUR zu sanktionieren,²¹ mutet nicht effektiv an (in der Presse ist die Rede davon, dass Schaeffler dies aus der „Portokasse“ zahle²²). Effektiver dagegen ist es, wenn sich durch entsprechende Gestaltung die Rechtsfolge des § 28 WpHG, der vorübergehende Stimmrechtsverlust, auch auf die Swaps erstreckt.²³ Insoweit erscheint die Regelung in der Schweiz (Art. 20 BEHG), die eine Suspendierung der Stimmrechte des Meldepflichtigen bei einer Verletzung der Mitteilungspflicht vorsieht, als Vorbild geeignet. Der Igel bleibt auf diese Weise stachelig.

Kurzum: Moderne Finanzinstrumente bedürfen moderner Regelungen, um die „Raubkatzen“ im Zaum zu halten.

11) Selbst Fleischer/Scholke haben mittlerweile ihre Ansicht revidiert. Aus der vorsichtigen Zurückhaltung ist nun Tatendrang geworden, jetzt stellen sie Lösungsmöglichkeiten vor; vgl. Fleischer/Scholke, NZG 2009, 401, 405.

12) So kämpfte man in Italien im Fall Fiat/Agnelli ebenfalls mit der rechtlichen Handhabung von Swap-Geschäften mit Realerfüllungsanspruch.

13) DTR 5.3.1 R (1).

14) Art. 15 I c) der VO der Eidgenöss. Finanzmarktaufsicht (FINMA) über die Börsen und den Effektenhandel v. 25.10.2008.

15) Uwe H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1.

16) So Uwe H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 10.

17) Baums/Sauter, Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag, Frankfurt Institute for Law and Finance – Working Paper Series Nr. 97, S. 37; abrufbar unter: www.ifl-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_097.pdf.

18) So die von Uwe H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 2 benannte und von Baums/Sauter, aaO (Fn. 17), 38 aufgegriffene treffende Bezeichnung der Problematik.

19) Uwe H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 10.

20) So der Vorschlag von Fleischer/Scholke, NZG 2009, 401, 409.

21) So der Vorschlag von Baums/Sauter, aaO (Fn. 17), 52.

22) Welt Online v. 17.07.2008, aaO (Fn. 7).

23) A.A. Baums/Sauter, aaO (Fn. 17), 52.

Kein Schutz vor den „Räubern“

2. Platz

Das ARUG kann missbräuchliche Anfechtungsklagen nicht verhindern

Von Patrick Daniel Buse

I. Die „räuberische“ Anfechtungsklage

Mit Anfechtungsklagen wird die Durchführung eintragungsbefähigter Hauptversammlungsbeschlüsse wegen einer Registersperre jahrelang blockiert¹, sofern nicht die Gesellschaften den Klägern den Lästigkeitswert der Klagen abkaufen. Mit dieser strategischen Lähmung von Unternehmen lässt sich viel Geld verdienen. So titelte die FAZ „IKB kauft sich von Berufsklägern frei“,² nachdem ein Vergleich zur Rücknahme von Klagen gegen Zahlung von 10 Mio. EUR vereinbart worden war. Die lebenswichtige Kapitalerhöhung der angeschlagenen Bank konnte sodann durchgeführt werden. Allerdings dient das Anfechtungsrecht dem Minderheitenschutz; auch Kleinaktionäre haben Informations- und Kontrollrechte.³ Deren berechtigtes Interesse, gegen rechtswidrige Beschlüsse vorzugehen, ist bei der Bekämpfung räuberischer Klagen zu berücksichtigen.⁴ Die Räuber bezwecken jedoch nicht die Sicherstellung rechtmäßiger Beschlüsse, sondern die Erlangung von Sondervorteilen.⁵ Sie handeln somit nicht zum Schutz von Kleinaktionären, sondern schädigen diese und die AG. Eine derartige Ausnutzung der minderheits- und individualschützenden Anfechtungsklage als lukratives Geschäftsmodell ist inakzeptabel.⁶

Das Freigabeverfahren erleichtert die Eintragung von Beschlüssen trotz vorliegender Klagen und ermöglicht so eine Durchbrechung der Registersperre.⁷ Die Verfahrensdauer ist jedoch nach wie vor zu lang, da dessen Frist je Instanz gilt.⁸ Dies widerspricht dem Eilverfahrenscharakter. Es verwundert nicht, dass die Klägerszene sogar

THEMA B: REFORM DES BESCHLUSSMÄNGELRECHTS IM AKTIONÄRSRECHTERICHTLINIE-UMSETZUNGSGESETZ „ARUG“

Der vorliegende Gesetzentwurf des ARUG will mit einigen neuen Bestimmungen das Beschlussmängelrecht reformieren. Rechtsmissbräuchliche Anfechtungsklagen sollen eingedämmt und das Freigabeverfahren ausgeweitet werden. Werden die Gesetzesneuerungen Ihrer Ansicht nach ihren Zweck erfüllen, und welche Alternativen sehen Sie?

Patrick Daniel Buse,

Jahrgang 1984, studiert seit Herbst 2004 Rechtswissenschaften an der Universität Osnabrück. Er hat eine wirtschaftswissenschaftliche Zusatzausbildung und das fachspezifische Fremdsprachenprogramm in Englisch absolviert. Sein Studienschwerpunkt liegt auf dem Unternehmensrecht. Durch Praktika sammelte er Erfahrungen in internationalen Kanzleien und im Deutschen Bundestag. Patrick Daniel Buse belegte mit dem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay „Kein Schutz vor den „Räubern““ den 2. Platz bei den BUSE Awards 2009.



wächst⁹, denn auch die Gerichte sind weitestgehend machtlos. Eine Klageabweisung wegen Rechtsmissbrauchs setzt eine Aburteilung voraus. Die betroffenen Unternehmen haben aber kein Interesse, sich den gestellten Zumutungen zu widersetzen, weil die dann eintretende Verzögerung für sie zu viel größeren Nachteilen führt.¹⁰ Also werden die Klagen durch Vergleich beendet.¹¹ Der Kläger verdient daher, ungeachtet des Ob und der Höhe von Schäden, mit diesem Vorgehen Geld.¹²

1) Schwab in K. Schmidt/Lutter, § 245 AktG, Rn. 36.

2) „IKB kauft sich von Berufsklägern frei“, FAZ 25.07.2008, S. 19.

3) Spindler/Stilz/Dörr, § 246 AktG, Rn. 4.

4) Sauter, ZIP 2008, 1706, 1712.

5) Poelzig/Meixner, AG 2008, 196, 197; Goll/Schwörer, ZRP 2008, 77, 78.

6) Seibert, NZG 2007, 841, 845.

7) Spindler/Stilz/Dörr, § 246a, Rn. 3; Zöllner, in FS Westermann, 1631, 1632.

8) Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1648; Goette, DStR 2009, 51, 55.

9) Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1629, 1633; Seibert, NZG 2007, 841, 846.

10) Goette, DStR 2009, 51, 55.

11) Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1629, 1644.

12) Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1629, 1630f.

II. Modifikationen durch das ARUG

Das ARUG modifiziert das aktienrechtliche Anfechtungsrecht.

Einführung einer eininstanzlichen Zuständigkeit der OLG

Für die eininstanzliche OLG-Zuständigkeit spricht, dass für das Freigabeverfahren eine Verkürzung des Instanzenzuges angesichts seines Eilcharakters notwendig ist.¹³ Die zweite Tatsacheninstanz ist verzichtbar, da bei aktienrechtlichen Anfechtungsklagen typischerweise ohne Beweisaufnahme entschieden wird.¹⁴ Nur bei den OLG entscheidet stets ein mit mehreren Berufsrichtern besetztes Kollegialorgan.¹⁵ Ferner werden Entscheidungen im Freigabeverfahren in zweiter Instanz häufig aufgehoben, so dass faktisch bereits die regelmäßig endgültige Entscheidung durch die OLG ergeht.¹⁶

Das Bagatellquorum

Im Freigabeverfahren wird ein Quorum von 1.000 EUR eingeführt. Ein Aktionär, der keinen das Quorum übersteigenden Aktienbesitz hat, kann zwar Klage erheben, jedoch ergeht ein gegen ihn gerichteter Freigabeantrag allein deshalb, weil hinter der Klage ein zu geringer Aktienbesitz steht.¹⁷ Den Kleinaktionären bleibt das Anfechtungsrecht belassen, das individuelle Rechtsschutzinteresse tritt aber bei minder gravierenden Rechtsverstößen hinter das Vollzugsinteresse der Mehrheit zurück.¹⁸ Mit dem Quorum wird zwischen denjenigen Aktionären differenziert, die die erst mit dem Quorum eröffneten Rechtswirkungen herbeiführen können, und denjenigen, denen die Auslösung der Rechtswirkungen nicht möglich ist.

Das Klagegewerbe wird durch das Quorum verteuert¹⁹, so dass dieses grundsätzlich zweckmäßig ist. Für den Anlageaktionär wird dessen auf finanzielle Interessen gerichtete Mitgliedschaft durch Vermögensschutz hinreichend berücksichtigt. Schadensersatzansprüche werden von dem Nichterreichen des Quorums nicht berührt, so dass das Quorum an der Grenze zwischen reinem Vermögensinteresse und unternehmerischer Beteiligung anzusiedeln ist.²⁰

Jedoch stellt ein niedriges Quorum für reiche Berufskläger kein unbezwingbares Hindernis dar. Die Anknüpfung an einen absoluten Wert führt ferner dazu, dass Aktionäre bei größeren AGs das Quorum mit einer prozentual geringeren Beteiligung erreichen als bei kleineren.²¹ Bei einem hohen Quorum stellt sich für den räuberischen Aktionär das Risiko ein, stärker den durch die Klage möglicherweise verursachten Kursverlust mittragen zu müssen²², was im Einzelfall abschreckende Wirkung haben kann. Dem steht jedoch entgegen, dass durch ein hohes Quorum jegliche Rechtskontrolle ausgehebelt wird.²³ Ferner sind Umgehungstaktiken zum Erreichen des Quorums bereits erkannt.²⁴

Problematisch bei dem generell zweckmäßigen Quorum ist seine gerechte Bemessung. Eine flexiblere Lösung ist



Patrick Daniel Buse (links) und Dr. Martin Hamm (Vorsitzender des Verwaltungsrates von Buse Heberer Fromm)

insgesamt vorzugswürdig. Der Umfang des Aktienbesitzes sollte statt als absolute Grenze vielmehr in der Abwägung zur Feststellung des vorrangigen Vollzugsinteresses berücksichtigt werden, so dass auch vermieden wird, dass eine Freigabe selbst bei offensichtlicher Begründetheit der Klage allein aufgrund des Unterschreitens des Quorums erfolgt.²⁵ So wird nicht ein Aktionärsrecht eingeschränkt, sondern mit entgegenstehenden Interessen abgewogen.

Festhalten am Freigabeverfahren

Das Freigabeverfahren wird nicht – wie vielfach vorgeschlagen²⁶ – auf alle eintragungsbedürftigen Beschlüsse ausgeweitet. So hätte vermieden werden können, dass es zwei Klassen von Beschlüssen gibt: solche mit und solche ohne Freigabeverfahren.²⁷ Auch wäre die Bewertung der Eintragungsdringlichkeit der Gesellschaft überlassen und mit dem Aufwand für ein Freigabeverfahren abzuwägen.²⁸ Die Ausweitung der Einschätzungshoheit hätte den Handlungsspielraum der Gesellschaft erweitert, ohne berechnete Interessen einzuschränken. Im Interesse einer freien Selbstverwaltung der Unternehmen wäre eine Ausweitung des Freigabeverfahrens begrüßenswert.

Weitere Neuerungen

Die Wirkung der Prozessvollmacht des Anfechtungsverfahrens wird auf das Freigabeverfahren erstreckt. Die AG

13) Handelsrechtsausschuss DAV, NZG 2008, 534, 543.

14) Handelsrechtsausschuss DAV, NZG 2008, 534, 543.

15) Handelsrechtsausschuss DAV, NZG 2009, 96, 98; Vetter, AG 2008, 177, 192; Paschos/Goslar, AG 2009, 14, 21.

16) Handelsrechtsausschuss DAV, NZG 2009, 96, 98.

17) Waclawik, ZIP 2008, 1141, 1142.

18) Baums/Drinhausen, ZIP 2008, 145, 149.

19) Seibert/Florstedt, ZIP 2008, 2145, 2153; Waclawik, ZIP 2008, 1141, 1143.

20) BR-Drucks. 847/08, S. 14.

21) BR-Drucks. 847/08, S. 12.

22) Poelzig/Meixner, AG 2088, 177, 203.

23) Niemeier, ZIP 2008, 1148, 1149.

24) Drinhausen/Keinath, BB 2008, 2078, 2082; Handelsrechtsausschuss DAV, NZG 2008, 534, 542f.

25) BR-Drucks. 847/08, S.14.

26) BR-Drucks. 847/08, S. 13f.; Vetter, AG 2008, 177, 191; Waclawik, ZIP 2008, 1141, 1144f.; Paschos/Goslar, AG 2008, 605, 616.

27) Waclawik, ZIP 2008, 1141, 1145.

28) Waclawik, ZIP 2008, 1141, 1145.

bekommt ferner die Möglichkeit, bereits nach Ablauf der Anfechtungsfrist die Klageschriften einzusehen. Die Grundgedanken der amtlichen Begründung werden in die Interessenabwägungsklausel aufgenommen. So wird Rechtssicherheit geschaffen und eine Verkürzung der Verfahrensdauer erzielt, ohne Klägerrechte einzuschränken.

Gesamtbetrachtung des ARUG

Bis auf das Freigabequorum sind die Änderungen durch das ARUG zu begrüßen. Insgesamt wird der Missbrauch der Anfechtungsklage jedoch nicht unterbunden, sondern nur erschwert.²⁹ Deshalb besteht weiterhin Bedarf einer umfassenden Reform der aktienrechtlichen Anfechtungsklage.³⁰

III. Der Reformvorschlag des Arbeitskreises Beschlussmängelrecht³¹ ist die bessere Alternative

Mit der Vereinheitlichung der Beschlussmängelklage wird die Unterscheidung von Nichtigkeits- und Anfechtungsgründen überwunden und nur noch bei Fehlerkategorie und Klagefrist berücksichtigt.³² Die Anfechtungsrechtsfolgen hingegen werden diversifiziert. Die rückwirkende Vernichtbarkeit des Beschlusses wird deutlich eingeschränkt und nur bei einer besonderen Schwere des Rechtsverstößes ermöglicht.³³ Bei der zum jeweiligen Mangel konkret passenden Sanktion wird ein Entscheidungsspielraum eröffnet.³⁴

Die generell kassatorische Wirkung der Anfechtungsklage führt oft zu unangemessenen Ergebnissen.³⁵ Statt einer schwarz-weiß-Entscheidung wird mit verschiedenen Rechtsfolgen eine einzelfallgerechte variable Sanktion ermöglicht.³⁶ Für räuberische Aktionäre wird durch den Ausschluss der Kassation bei minderschweren Mängeln ihr Drohpotenzial wesentlich reduziert, die Präventions- und Kontrollfunktion bleibt aber wegen der anderweitigen Sanktionsmöglichkeiten gewahrt, ohne die Wirksamkeit des Beschlusses zu berühren.³⁷

Aus verschiedenen Klagen mit de lege lata einheitlichem Rechtsschutzziel wird de lege ferenda eine einheitliche Klage mit verschiedenen Sanktionen.

So wird nicht der Zugang zum gerichtlichen Verfahren beschränkt, sondern eine Bewältigung der Missbrauchsanfälligkeit durch die stärkere Differenzierung beim Inhalt der gerichtlichen Entscheidung erreicht.³⁸ Hierzu muss – entgegen dem Quorum des ARUG – nicht die Rechtsfolgenberechtigung von Kleinaktionären per se unterbunden werden. So wird eine ausgewogene entscheidungstransparente Alternative zu dem Quorum aufgezeigt. Dies überzeugt aus Gesichtspunkten des Minderheitenschutzes, da kein Ausschluss von Mitgliedschaftsrechten erfolgt.³⁹ Der Arbeitskreis geht ferner von einer zielführenden, weil verfahrensbeschleunigenden, Zuständigkeit der OLG aus.



Preisträger Patrick Daniel Buse

Mit der vorgeschlagenen Zwischenentscheidung wird gewährleistet, dass Klagen innerhalb einer Frist von drei Monaten abgeschlossen werden.⁴⁰ Das Gericht prüft, ob ein Beschlussmangel vorliegt und ob dieser zur Nichtigkeitsklärung führt.⁴¹ Über einen Zeitraum von drei Monaten hinaus wird eine Registersperre nur bei möglicher Nichtigkeitsklärung aufrechterhalten, was die Freigabe zum Regelfall macht.⁴² Anders als im Freigabeverfahren wird über den Regelungsgegenstand des Hauptsacheverfahrens entschieden.⁴³ Das Freigabeverfahren wird mit der Interessenabwägung auf Wertungen gestützt, die keinen Bezug zur Hauptsache haben.⁴⁴ Der Verzicht auf eine von der Hauptsache unabhängige Interessenabwägung führt zu einer erhöhten Entscheidungstransparenz.⁴⁵

IV. Ausblick

Durch das ARUG werden räuberische Anfechtungsklagen zwar erschwert, nicht aber verhindert. Besonders erfreulich ist jedoch, dass der Zeithobel der räuberischen Aktionäre durch die eininstanzliche OLG-Zuständigkeit deutlich verkürzt wird. Dies erfolgt auch nach dem Reformvorschlag des Arbeitskreises. Dessen umfassender Ansatz vermag allerdings auch weiteren Schwächen des aktienrechtlichen Anfechtungsrechts entgegenzutreten. Dieser Reformvorschlag würde zu einer deutlichen Minderung der Attraktivität des Klagegewerbes führen. Der Gesetzgeber sollte sich daher bei weitergehenden notwendigen Reformen hieran orientieren.

29) Seibert/Florstedt, ZIP 2008, 2145, 2153; Waclawik, ZIP 2008, 1141, 1145; von Rosen, BB 2008, 957, 957.

30) Handelsrechtsausschuss DAV, NZG 2008, 534, 542; Seibert/Florstedt, ZIP 2008, 2145, 2151.

31) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617 – 626.

32) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, 619.

33) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, 621.

34) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, 621.

35) Goll/Schwörer, ZRP 2008, 245, 246.

36) Goll/Schwörer, ZRP 2008, 245, 246.

37) Goll/Schwörer, ZRP 2008, 245, 247; Schäfer, in FS K. Schmidt, 1389, 1408f.

38) Goll/Schwörer, ZRP 2008, 245, 246.

39) Goll/Schwörer, ZRP 2008, 245, 248.

40) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, 624.

41) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, 624.

42) Goll/Schwörer, ZRP 2008, 245, 247.

43) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, 624.

44) Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, 624.

45) Goll/Schwörer, ZRP 2008, 245, 247.

Wenn „cash“ doch nicht „Bargeld“ ist

Kreatives Anschleichen durch Cash-Settled Derivatives im deutschen Kapitalmarktrecht¹

Von Martin Eduard Debusmann

3. Platz

I. Einleitung

Nach Schaeffler/Continental und Porsche/Volkswagen ist der entrüstete Ruf zwar unüberhörbar, die Möglichkeit eines Stimmrechtserwerbs unter Umgehung der Meldepflicht nach §§ 21ff., 25 WpHG („kreatives Anschleichen“) gesetzlich zu unterbinden. Vorschläge konzentrieren sich aber hauptsächlich nur auf eine Verschärfung der existierenden Meldepflichten. Dabei werden die Natur der verwendeten Derivatprodukte und eine sich daraus ergebende, beinahe offensichtliche, Lösung völlig außer Acht gelassen: die Reduktion der verwendeten „cash settled derivatives“ auf das reine Finanzprodukt durch das Verbot einer anschließenden Andienung.

II. Wie funktioniert „kreatives Anschleichen“ durch „cash settled derivatives“?

1.) Schaeffler: „equity total return swaps“

Schaeffler hatte in einem „equity total return swaps“-Geschäft mit Banken vereinbart, über eine feste Laufzeit regelmäßig Zahlungsströme auszutauschen², die aufgrund eines Basiswertes (der Continental-Stammaktien) berechnet wurden: Stieg der Kurs zu Stichtagen, gewann der Derivatnehmer (Schaeffler) dabei die Differenz zum Ausgangswert; sank er, zahlte dieser den Verlust an die Stillhalter (Banken).

THEMA A: „ANSCHLEICHEN“ BEI ÜBERNAHMEN DURCH VORHANDENE GESETZESLÜCKEN?

„Kreatives Anschleichen“ bei Übernahmen mit Hilfe von bestehenden Lücken im Regelwerk rückte medienwirksam vor allem bei Porsche/VW und Schaeffler/Continental ins Rampenlicht. Erläutern Sie neben einer Begriffsdefinition kurz die zugrunde liegenden Normen, diskutieren Sie in Ihrem Essay vor allem die Chancen und Risiken bei Ausnutzung der bestehenden Regellücken und mögliche Verbesserungsvorschläge (eigene wie fremde).

Martin Eduard Debusmann graduierte nach einem rechts-, wirtschafts- und geisteswissenschaftlichen Studium im In- und Ausland mit einem „LL.M. in European Banking and Finance Law“ an der Universität Luxemburg. Gefördert wurde er seit 2004 mit einem Stipendium der Stiftung der Deutschen Wirtschaft. Mit seinem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay belegte er den 3. Platz bei den BUSE Awards 2009.



2.) Porsche: Optionen

Porsche wählte ein ähnliches Derivat: Bei Optionen handelt es sich um den Rechteerwerb gegen Entgelt, zu einem einmaligen, fest vereinbarten Zeitpunkt (Verfalltermin) bestimmte Wertpapiere zu einem vorher bestimmten Preis (Ausübungspreis) erwerben zu können.³ Bei einem Kursanstieg löst der Inhaber sein Optionsrecht aus. Bei einem Kursfall hingegen ist er nicht zur Abnahme der Wertpapiere verpflichtet – dann hätte er schlicht vergeblichen Aufwand für eine sich nicht verwirklichende Chance betrieben. Ein Austausch von Zahlungsströmen wie bei „equity total return swaps“ erfolgt nicht.

3.) Gemeinsamkeiten

Nur bei Beendigung der Derivatform „physical settlement“ werden der Basiswert selbst und die mit ihm verbundenen Rechte (z.B. Stimmrechte) übertragen. In der von Schaeffler und Porsche gewählten Art des „cash settlement“ (Barausgleich) findet hingegen keine solche

1) Der vollständige Beitrag mit Nachweisen ist abrufbar unter: www.martin-debusmann.de/publications/2009_BUSE-Awards.pdf.

2) „to swap“ bedeutet „austauschen, wechseln“.

3) Sog. „call-Option“. Die Verkaufs-Option heißt „put-Option“.



Preisträger Martin Eduard Debusmann

Übertragung statt.⁴ Es handelt sich also vielmehr um eine reine Wette auf Kurse als um den tatsächlichen Transfer von Wertpapieren. Nichtsdestotrotz kaufen oder sichern sich die Stillhalter über Vereinbarungen mit Dritten oftmals auch bei einem „cash settlement“ die zugrunde liegenden Wertpapiere, um bei einem Kursanstieg die fälligen Zahlungsleistungen an den Derivat inhaber ausgleichen zu können (sog. „hedging“).⁵ Regelmäßig ist es bei Vertragsende dann für die Stillhalter lukrativer, die angehäuften Hedgebestände dem Derivat inhaber anzubieten, anstatt sie, bei großen Positionen ggf. sogar kursfeindlich, über den Markt abstoßen zu müssen.⁶

4.) Meldepflichten

§ 25 S.1 WpHG folgt bewusst strikt den Vorgaben des Art. 13 der Europäischen Transparenzrichtlinie 2004/109/EG, nach denen für eine Meldepflicht die Erwerbsmöglichkeit der zugrunde liegenden Aktien ein „unbedingtes Recht“ des Derivat inhabers darstellen muss.⁷ Es muss also allein im Ermessen des Derivat inhabers liegen, ob er die Stillhalter zur Veräußerung der zugrunde liegenden Aktien an ihn bewegt. Anders als bei einem „physical settlement“ sind jedoch bei den vorgestellten „cash-settled derivatives“ die Stillhalter eben gerade keineswegs verpflichtet, die Aktien anzudienen.

Ferner müsste der Derivat inhaber wegen „des von ihm zu tragenden wirtschaftlichen Risikos typischerweise auch die rechtliche, zumindest aber die tatsächliche Möglichkeit (haben), den formalen Rechtsinhaber (sc.: den Stillhalter) anzuweisen, wie er die Stimmrechte auszuüben hat“.⁸ Ein solches „acting in concert“ nach § 22 II 2 WpHG besteht jedoch regelmäßig nicht, da die Beziehung zwischen dem Derivat inhaber und dem Stillhalter oftmals nicht die vom BGH geforderte „Verständigung über die Ausübung vom Stimmrechten in der Hauptversammlung“⁹ und das von der BaFin als notwendig erachtete „Zusammenwirken in sonstiger Weise mit Hinblick auf eine dauerhafte und erhebliche Änderung der Gesell-

schaft“ aufweist.¹⁰ Es besteht überdies die Möglichkeit, dass der Stillhalter gar keine Wertpapiere erworben, sondern beispielsweise sich seinerseits selbst nur mit Optionen bei Dritten abgesichert hat. Er hätte in diesem Fall selbst gar keinen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte.

Solange also vertraglich kein Erwerbsrecht über die zugrunde liegenden Aktien zugesichert ist oder die Stimmrechtsausübung des Stillhalters beschränkt wird, ist der Erwerb von „cash-settled derivatives“ generell nicht meldepflichtig.¹¹ Da es wie erwähnt realiter jedoch regelmäßig zu einer nachträglichen Andienung der zugrunde liegenden Basiswerte kommt, handelt es sich aber bei „cash-settled derivatives“ im Rahmen von Übernahmeverbereitungen oftmals faktisch um „nichts anderes als getarnte physical-settlement“¹² -Vereinbarungen zur Umgehung der Meldepflicht.

III. Lösungsvorschläge

Um die Informationswahrheit des Marktes zu gewährleisten („vollständige Information“ des homo oeconomicus),¹³ gilt es, diese Umgehung zu unterbinden.

1.) Veränderung der Meldeschwellen

Vorschläge, das Eingangsniveau der Meldepflicht auf 1% abzusenken¹⁴ oder dichtere Meldeintervalle einzuführen – vor allem zwischen den Schwellen 30% und 50%¹⁵ – erkennen, dass das Problem in der Umgehung bereits existierender Meldeschwellen liegt: Neue Schwellen würden ebenso umgangen werden, wenn auch durch höhere Stückelungsanforderungen erschwert.

2.) Einbeziehung von „cash-settled derivatives“ in die Meldepflichten

Sollten neben den bereits abgedeckten „physical settlements“ künftig auch die „cash-settled derivatives“ in den § 25 I WpHG einbezogen werden, dann müssten auch reine Finanzwetten gemeldet werden: Das daraus resultierende hohe, kaum verwertbare Meldeaufkommen würde folglich zu einem „Rauschen“ führen, in dem relevante

4) Vgl. K.-M. Schanz, HfB Working Paper 100, 2008, S. 13; H. Renz/J.-Ch. Rippel, BKR 2009, S. 265.

5) Vgl. Ch. Schürmann, WiWo, 4.8.2008, S. 91.

6) Vgl. M. Habersack, AG 2008, S. 818.

7) Vgl. A. Meyer/M. Kiesewetter, WM 2009, S. 349.

8) VG Frankfurt, BKR 2007, S. 43.

9) BGH, NZG 2006, S. 946f., Rn. 17.

10) Vgl. M. Weber, NJW 2009, S. 37; A. Grätsch/F. Schäfer, NZG 2008, S. 849.

11) Vgl. BaFin, Pressemitteilung zu Continental, 21.8.2008.

12) Th. Jutzi/S. Schären, ST 08/2009, S. 571.

13) Das Recht auf Information für die jeweiligen Akteure, vor allem der Minderheitsaktionäre, ist jedoch umstritten.

14) Vgl. Th. Katzensteiner, WiWo, 21.7.2008, S. 44.

15) In Belgien, Irland, Italien, Österreich, Spanien und UK gibt es bereits solche Zwischenschritte.

Meldungen untergingen und „false positives“ die Aussagekraft des Meldesystems komplett vernichteten.¹⁶

In der Schweiz muss z.B. gemäß Art. 15 I lit. c BEHV-Finma auch der Erwerb von „cash-settled derivatives“ angezeigt werden, wenn auch bereits modifiziert nur „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot“¹⁷ gem. Art. 20 II bis BEHG. Allerdings: Wer will auf welche Weise dem Derivat inhaber nachweisen, welche Absicht er zu welchem Zeitpunkt hatte? In der Schweiz, einem wohlge- merkt relativ kleinen Börsenplatz, entsteht daher bereits wieder die Diskussion, ob diese neue Verpflichtung nicht zu weit ginge.¹⁸

3.) Prinzipiengesteuerte Rechtsfindung

Andere Ansätze zielen nach der CSX Corp.-Entscheidung¹⁹ darauf ab, ein stärker an Prinzipien ausgerichtetes und mehr auf „standards“ als auf „rules“ setzendes Rechtssystem zu entwerfen, da „kasuistisch ausgelegte Einzelregeln – gemessen am Normzweck – gelegentlich zu eng oder zu weit gefasst sind“.²⁰ Eine solche dramatische Abkehr von unserem Rechtssystem wäre jedoch nur als „ultima ratio“ gerechtfertigt.

4.) Limitierung von „cash-settled derivatives“-Positionen

Denkbar wären auch Beschränkungen hinsichtlich des quantitativen Umfangs von „cash-settled derivatives“, in denen ein einzelner Derivat inhaber und die ihm zuzurechnenden Akteure engagiert sein dürfen. Durch diese Deckelung würden zwar immer noch geringe, aber nicht mehr massive Beteiligungspakete heimlich erworben werden können.

Der Lösungsansatz schränkt jedoch auch diejenigen Akteure ein, die zwar Interesse an Finanzwetten haben, aber darüber hinaus gar nicht die Andienung des zugrunde liegenden Basiswertes beabsichtigen. Die Funktionalität eines gesamten Finanzproduktes würde somit unverhältnismäßig bedroht.

5.) Andienungsverbot nach „cash settlement“

Die offensichtlichste, aber bisher völlig vernachlässigte Lösung ist die eines Andienungsverbotes des zugrunde liegenden Basiswertes durch den Stillhalter. Dabei würde es dem Stillhalter untersagt werden, dem Derivat inhaber oder einem ihm zuzurechnenden Akteur den Basiswert nach Beendigung der „cash-settlement“-Vereinbarung anzudienen. Das Finanzinstrument „cash settlement“ bliebe so das, was es ist: Eine reine Wette auf dem Kapitalmarkt und eben kein Instrument zum Erwerb von Stimmrechten.



Buse-Partner Dr. Christian Quack (links) und Martin Eduard Debusmann

Unterbände man zusätzlich jegliche Over-the-Counter-Veräußerung der beim Stillhalter vorgehaltenen Positionen (eine zugegebenermaßen die Kontraktionsfreiheit arg einschränkende Maßnahme), würde man das Risiko des „Erwerbs über Umwege“ durch den Derivat inhaber generell ausschließen. Der Stillhalter müsste dann die vorgehaltenen Positionen über den Markt abstoßen. Dabei ist jedoch nicht davon auszugehen, dass auf dem Kapitalmarkt künftig mit massiven und plötzlich auftretenden Paketverkäufen zu rechnen ist: Erstens würden große Paketverkäufe den Kursverlauf negativ beeinflussen – der Stillhalter würde also im eigenen Interesse von solchen Massenverkäufen absehen. Ob die daraus folgende notwendige Stückelung und die damit verbundene längere Vorhaltezeit für ihn sinnvoller als eine bereits im Vorfeld reduzierte Eigenversorgung mit dem Basiswert ist, bleibt seinem unternehmerischen Kalkül überlassen. Zweitens würde das auf dem Markt verfügbare, und wegen des gleichzeitigen Kursverlusts auch noch günstige, Paketangebot auch lästige Konkurrenten des Derivat inhabers animieren, sich ihrerseits mit großen Beteiligungen am Zielobjekt auszustatten. Damit wäre aber jeder weitere Akquisitionsversuch durch den Derivat inhaber erschwert. Er wird daher darauf hinwirken, dass nicht allzu umfangreiche Hedgebestände aufgebaut werden. (...)

IV. Fazit

De lege lata ist es möglich, durch „cash-settled derivatives“ die Meldepflicht der §§ 21 ff., 25 WpHG weiträumig zu umgehen. Bisherige Lösungsansätze, die vor allem auf eine Modifikation der Meldepflicht abzielen, sind nicht zielführend. Allein die Untersagung einer Andienung des Basiswertes im Anschluss an ein „cash settlement“ scheint Abhilfe zu schaffen. Ein europäisches, gemeinsames Vorgehen wäre dabei aufgrund der vernetzten Kapitalmärkte geboten.

¹⁶) Vgl. U. Brandt, BKR 2008, Heft 11, S. 445, 447.

¹⁷) Th. Jutzi/S. Schären, ST 08/2009, S. 573 m.w.N.

¹⁸) Th. Jutzi/S. Schären, ST 08/2009, S. 573 m.w.N.

¹⁹) U.S. NYSD District Court, CSX Corporation vs The Children's Investment Fund.

²⁰) H. Fleischer/K. U. Schmolke, NZG 2009, 406; vgl. U. H. Schneider/H. M. Anzinger, ZIP 2009, S. 10.



BUSE Awards 2010

Jetzt bewerben! Abgabetermin 6. August 2010

Auch im Jahr 2010 veranstalten die Sozietät **Buse Heberer Fromm** sowie das **GoingPublic Magazin** in Zusammenarbeit mit der **European Law Students' Association** (ELSA) und dem **Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen e.V.** (BVH) wieder die Buse Awards, einen Essay-Wettbewerb im Bereich kapitalmarktrechtlicher Fragestellungen.

Teilnahmeberechtigter Personenkreis

Teilnahmeberechtigt sind Studentinnen und Studenten der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, Rechtsreferendarinnen und Rechtsreferendare, Associates von Kanzleien, die nicht länger als zwei Jahre im Berufsleben stehen, sowie Young Professionals aus Wirtschaftsunternehmen, die nicht länger als zwei Jahre im Berufsleben stehen.

Aufgabenstellung

Bis zum 6. August 2010 müssen die Teilnehmer ein 5- bis 7-seitiges Essay zu einer von drei kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen erarbeiten. Die Themenbereiche und Teilnahmebedingungen sind unter www.buseawards.de sowie bei der GoingPublic Media AG, Stichwort „BUSE Awards 2010“, Hofmannstr. 7a, 81379 München, E-Mail: buseawards@goingpublic.de, zu erhalten.

Prämierung

Die Finalisten werden zur Verleihung der **BUSE Awards** am 18. September 2010 nach **Lissabon** eingeladen. Dort werden auch die drei Erstplatzierten ermittelt und gekürt. Diese erhalten Geldpreise in Höhe von € 1.000, € 750 bzw. € 500. Für die beste Präsentation im Rahmen der Verleihungszeremonie gibt es außerdem einen Geldpreis in Höhe von € 250. Der Ausbildungsstand der Teilnehmerinnen und Teilnehmer wird bei der Bewertung der Leistungen von der Jury berücksichtigt.

Alle weiteren Informationen unter
www.buseawards.de