

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN

DER KONTROLLBEGRIFF DES WPÜG



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 128

Andreas Cahn

Der Kontrollbegriff des WpÜG

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 128**

**10/2011**

# Der Kontrollbegriff des WpÜG

Von Andreas Cahn\*

*Die Bestimmungen des WpÜG über Übernahme- und Pflichtangebote knüpfen von jeher an das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft an. Der folgende Beitrag geht der Frage nach, ob dieser formale Kontrollbegriff des geltenden Rechts den Machtverhältnissen in börsennotierten Gesellschaften angemessen Rechnung trägt. Darüber hinaus hinterfragt er die systematische Stimmigkeit der unterschiedlichen Schwellenwerte für Kontrolle und Beherrschungsvermutung bei börsennotierten Gesellschaften.*

## I. Einleitung

Der Begriff der Kontrolle ist seit Einführung eines gesetzlichen Übernahmerechts unverändert in § 29 Abs 2 WpÜG als Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft definiert. Eine Beurteilung dieser Regelung setzt zunächst Klarheit über Bedeutung und Zweck des Tatbestandsmerkmals der Kontrolle voraus (dazu sogleich, II.). Daran anschließend soll untersucht werden, ob die Annahmen über die Präsenzen in den Hauptversammlungen börsennotierter Aktiengesellschaften, die der gesetzlichen Regelung zugrunde liegen, nach wie vor zutreffen oder ob, nicht zuletzt aufgrund der gesetzgeberischen Bemühungen auf europäischer und nationaler Ebene um eine Stärkung der Aktionärsrechte, die tatsächlichen Verhältnisse sich so geändert haben, dass eine Anpassung der Kontrollschwelle angezeigt erscheint (dazu unten, III.). In einem nächsten Schritt soll die gesetzliche Konzeption des Tatbestandsmerkmals „Kontrolle“ daraufhin überprüft werden, ob der angestrebte Ausgleich zwischen dem Schutzbedürfnis der Aktionäre der Zielgesellschaft und dem Interesse des Bieters an Planungssicherheit gelungen ist. Im Hinblick auf das Anliegen der Planungssicherheit ergeben sich insoweit Zweifel wegen der offenen Voraussetzungen einzelner Zurechnungstatbestände des § 30 WpÜG, deren Erfüllung häufig von einzelfallbezogenen materiellen Wertungen abhängt und sich daher nur schwer prognostizieren lässt. In konzeptioneller Hinsicht stellt sich hier überdies die Frage, ob die gesetzliche Ausgestaltung des Kontrollbegriffs in sich stimmig ist oder ob rechtspolitisch eine Angleichung an das aktien- und bilanzrechtliche Merkmal des beherrschenden Einflusses vorzugswürdig wäre (näher dazu,

---

\* Prof. Dr. iur., LL.M (Berkeley), Inhaber der Dresdner Bank Stiftungsprofessur und Direktor des Institute for Law and Finance, Goethe-Universität Frankfurt am Main. Schriftliche Fassung eines Vortrags, den Verf. am 2. September 2011 auf dem Symposium „10 Jahre Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) – Entwicklungsstand – praktische Erfahrungen – Reformbedarf – Perspektiven“ an der Johannes Gutenberg-Universität zu Mainz gehalten hat.

IV.). Angeregt durch einige aktuelle Fälle, in denen Aktionäre die Verwaltung mit Kandidaten ihrer Wahl besetzt und maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftspolitik und Geschäftsführung genommen haben, ohne die Voraussetzungen eines Kontrollerwerbs zu erfüllen, soll abschließend erörtert werden, ob der Kontrollbegriff des geltenden Rechts ausreicht, um den vom Übernahmerecht bezweckten Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft zu gewährleisten oder ob de lege ferenda eine Erweiterung der des Kontrollbegriffs vorzuzugswürdig erscheint (dazu unten, V.).

## II. Bedeutung und Zweck des Tatbestandsmerkmals „Kontrolle“ im WpÜG

Das Tatbestandsmerkmal der Kontrolle entscheidet über die Anwendbarkeit der Vorschriften des WpÜG über Übernahme- und Pflichtangebote. Diese Bestimmungen sollen den Aktionären der Zielgesellschaft ermöglichen, zu einem fairen Preis aus einer Gesellschaft auszuscheiden, wenn sich durch die erstmalige Begründung von Kontrolle ihre Einflussmöglichkeiten in der Hauptversammlung erheblich reduzieren oder ein Kontrollwechsel erfolgt, der sich auf die geschäftspolitische Ausrichtung des Unternehmens und damit die Werthaltigkeit ihrer Aktien auswirken kann<sup>1</sup>.

Teilweise wird der Zweck darüber hinaus in der Gewährleistung eines Konzerneingangsschutzes für Aktionäre der Zielgesellschaft gesehen<sup>2</sup>. Dagegen wird eingewandt, Konzerneingangsschutz könne bereits deswegen nicht das Anliegen der Bestimmungen über Übernahme- und Pflichtangebote sein, weil sie nicht nur bei erstmaliger Begründung von Kontrolle, sondern auch bei einem bloßen Kontrollwechsel eingreifen. Um Konzerneingangsschutz gehe es zudem auch deswegen nicht, weil §§ 29 ff., 35 ff. WpÜG unabhängig von der Unternehmenseigenschaft des Bieters gelten. Beide Argumente treffen zwar im Ausgangspunkt zu, schließen ein Verständnis der Vorschriften über Übernahme- und Pflichtangebote als Instrumente eines - zugegebenermaßen in untechnischem Sinne verstandenen - Konzerneingangsschutzes jedoch

---

<sup>1</sup> BegrRegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 27 linke Sp.; *Hasselbach* in: KK-WpÜG, 2. Aufl., 2010, § 32 Rn. 1; *Noack* in: KMRK, 4. Aufl., 2010, § 32 Rn. 2; *Vogel* in: FrankfurterKomm WpÜG, 3. Aufl., 2008, § 32 Rn. 2; *Wackerbarth* in: MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2011, § 32 WpÜG Rn. 2; *Ekkenga/Hofschröer*, DStR 2002, 768, 769; vgl. auch Erwägungsgrund 9 zur Richtlinie 2004/25/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffen Übernahmeangebote, ABl. EU Nr. L 142, S. 12. Kritisch zur gleichmäßigen Verteilung der Kontrollprämie etwa *Meyer* in: Geibel/Süßmann, WpHG, 2. Aufl., 2008, § 35 Rn. 7; *Schlitt/Ries* in: MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2011, § 35 WpÜG Rn. 43.

<sup>2</sup> *Hasselbach* in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 35 Rn. 1; *Mülbert*, ZIP 2001, 1221, 1225; *Mülbert/Schneider*, WM 2003, 2301, 2304; *Richter*, ZHR 172 (2008), 419, 431 Fn. 70; skeptisch gegenüber einem Verständnis des Pflichtangebots als Instrument des Konzerneingangsschutzes und für ein rein kapitalmarktrechtliches Verständnis der Regelung *Ekkenga/Schulz* in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 2003, § 35 Rn. 5; *Meyer* in: Geibel/Süßmann (Fn. 1), § 35 Rn. 5; *Schlitt/Ries* in: MünchKomm AktG (Fn. 1), § 35 WpÜG Rn. 8; *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl., 2007, § 35 Rn. 8; für eine Synthese beider Aspekte *Hommelhoff/Witt* in: FrankfurterKomm WpÜG (Fn. 1), Vor §§ 35 bis 39 Rn. 39; *Noack/Zetzsche* in: KMRK (Fn. 1), § 35 Rn. 3 f.

nicht aus. Auch ein bloßer Kontrollwechsel kann die Chancen und Risiken, die mit der Investition der Aktionäre der Zielgesellschaft verbunden sind, erheblich verändern, wenn der Bieter andere Pläne verfolgt als der bisherige Kontrollinhaber. Es geht dann zwar nicht um einen Schutz anlässlich der erstmaligen Konzerneinbindung, wohl aber um eine Ausstiegsmöglichkeit bei einem Übergang der Kontrolle, dessen Auswirkungen auf die wirtschaftliche Stellung der Aktionäre keineswegs geringer sein müssen als die der erstmaligen Begründung von Kontrolle. Wenn es an der Unternehmenseigenschaft des Großaktionärs fehlt, liegen zwar nicht die besonderen Gefahren vor, die mit der Beherrschung durch einen außerhalb der Gesellschaft unternehmerisch engagierten Aktionär verbunden sind und die Grundlage der besonderen konzernrechtlichen Regelungen darstellen. Auch hier finden sich aber die Aktionäre in einer Gesellschaft wieder, auf deren Geschicke sie mit Hilfe ihres Stimmrechts kaum noch Einfluss nehmen können. Zudem lässt sich kaum ausschließen, dass ein kontrollierender Privataktionär künftig auch außerhalb der Gesellschaft in erheblichem Umfang unternehmerisch tätig wird; eine solche spätere Ausweitung seiner wirtschaftlichen Aktivitäten wäre aber kein Anlass für ein Pflichtangebot an die Aktionäre der Zielgesellschaft. Ein Pflichtangebot bei der Kontrollübernahme durch einen (noch) nicht unternehmerisch tätigen Bieter lässt sich daher durchaus als präventiver Konzerneingangsschutz verstehen.

Vor diesem Hintergrund wurde die Festsetzung der Kontrollschwelle bei 30 Prozent wie folgt begründet:

*„Die Grenze von 30 Prozent orientiert sich an Regelungen in anderen europäischen Staaten. So sehen Frankreich, Italien, Österreich, die Schweiz und das Vereinigte Königreich Grenzwerte von 30 Prozent oder 1/3 der Stimmrechte vor. Darüber hinaus zeigen auch die Präsenzen in den Hauptversammlungen börsennotierter deutscher Unternehmen, dass mit einer Beteiligung von 30 Prozent an dem Unternehmen in den meisten Fällen eine Hauptversammlungsmehrheit besteht. Durch eine niedrigere Kontrollschwelle (z. B. 25 Prozent) würde den Unternehmen auf Grund der Regelung über Pflichtangebote die Möglichkeit genommen, gesellschaftsrechtliche Minderheitsbeteiligungen zu erwerben. Gegen eine höhere Kontrollschwelle spricht der internationale Vergleich und die in der Praxis bestehenden Hauptversammlungspräsenzen.*

*Bei der Berechnung der prozentualen Höhe der Stimmrechte und bei der Kontrollschwelle ist jeweils auf die absolute Zahl der Stimmrechte, nicht auf die Hauptversammlungspräsenzen der jeweiligen Gesellschaft abzustellen. Diese Betrachtungsweise hat den Vorteil klarer, für*

*den Markt erkennbarer Vorgaben und erleichtert die Ermittlung der Beteiligungsverhältnisse.“<sup>3</sup>*

Das Merkmal der Kontrolle dient also dazu, Übernahmen, die die Stellung der Aktionäre der Zielgesellschaft grundlegend ändern, von Erwerbsvorgängen ohne vergleichbare Auswirkungen abzugrenzen und nur erstere in den Anwendungsbereich der Übernahme- und Pflichtangebotsregeln einzubeziehen. Zugleich soll es dafür sorgen, dass ein Bieter bereits vor einem Aktienerwerb zuverlässig einschätzen kann, ob er die Kontrolle übernimmt und ein Pflichtangebot abgeben muss.

Beide Anliegen stehen in einem Spannungsverhältnis. Dem Interesse des Bieters an Planungssicherheit ist am besten mit einer ex ante feststehenden, von den - für ihn u.U. kaum einzuschätzenden - Machtverhältnissen in der konkreten Gesellschaft unabhängigen Kontrollschwelle gedient. Zwar können damit auch Erwerbsvorgänge unter die Pflichtangebotsregeln fallen, in denen das Überschreiten der Kontrollschwelle tatsächlich keinen maßgeblichen Einfluss in der Hauptversammlung gewährt und in denen daher der Schutz der Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft kein Pflichtangebot erfordern würde. Dennoch überwiegt für den Bieter der Vorteil der Vorhersehbarkeit der Rechtsfolgen den Nachteil, dass ein Aktienerwerb unter Umständen durch einen überschießenden Aktionärsschutz erschwert sein kann; das gilt um so mehr dann, wenn das Gesetz Ausnahmen vom Pflichtangebot für den Fall zulässt, dass mit einem Überschreiten der Kontrollschwelle nachweislich kein maßgeblicher Einfluss verbunden ist.

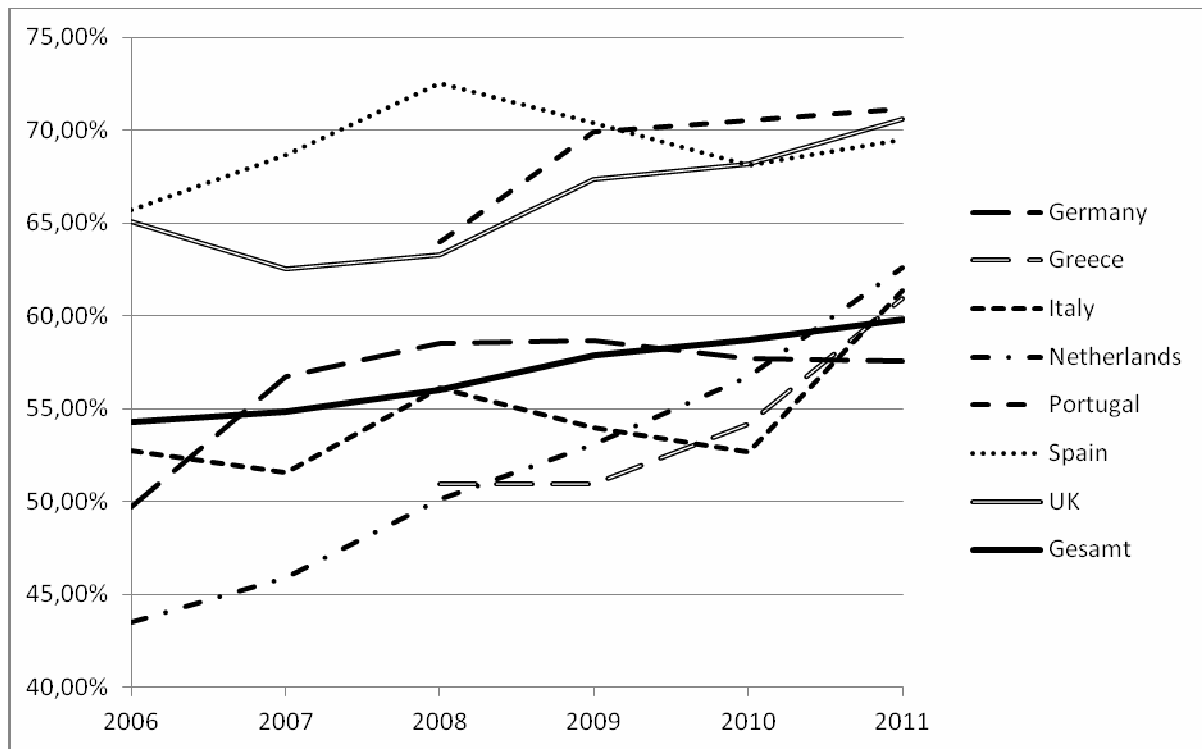
Umgekehrt wäre den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft am besten mit einer Regel gedient, die ein Pflichtangebot immer dann erfordert, wenn die Machtverhältnisse in der Hauptversammlung sich durch einen Erwerbsvorgang tatsächlich grundlegend ändern. Je nach der Zusammensetzung des Aktionärskreises und der Verteilung der Stimmrechte variiert diese kritische Schwelle von Gesellschaft zu Gesellschaft. Während bei erheblichem Streubesitz und konstant geringer Hauptversammlungspräsenz bereits eine verhältnismäßig geringe Beteiligung maßgeblichen Einfluss auf die Beschlussfassung vermitteln mag, kann dafür bei Gesellschaften mit hoher Präsenz und aktiven Aktionären eine Beteiligungsquote nahe der absoluten Mehrheit der Stimmrechte erforderlich sein. Wo genau die Grenze verläuft, wird sich vorab nicht immer ohne Weiteres sicher bestimmen lassen.

---

<sup>3</sup> BegrRegE zu § 29 Abs. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 53.

### III. Entwicklung der Hauptversammlungspräsenzen von 2006 bis 2011

Eine Auswertung von Daten über Hauptversammlungspräsenzen<sup>4</sup> bei börsennotierten Gesellschaften in 15 EU-Mitgliedstaaten für die Jahre 2006 bis 2011 zeigt, dass die Präsenzen bezogen auf alle untersuchten Staaten kontinuierlich von 52,97% im Jahr 2006 auf 64,06% im Jahr 2011 angestiegen sind. Im Einzelnen variieren die Präsenzen aber von Staat zu Staat und auch von Jahr zu Jahr ganz erheblich.



In der Bundesrepublik hat sich die durchschnittliche Präsenz bei den DAX-30 Unternehmen von 49,87% im Jahr 2006 auf 57,58% im Jahr 2011 erhöht. Den höchsten Stand erreichte sie mit 58,63% im Jahr 2007 nach 56,73% im Jahr 2007 und 58,5% im Jahr 2008; im Jahr 2010 ging sie wieder auf 57,71% zurück. Die Erleichterungen der Hauptversammlungsteilnahme durch das am 1. September 2009, also nach der Hauptversammlungssaison 2009, in Kraft getretene<sup>5</sup> ARUG<sup>6</sup> haben also bisher jedenfalls im DAX-30 Segment nicht zu höheren Präsenzen geführt. Bezogen auf Durchschnittswerte, die im untersuchten Sechsjahreszeitraum bei 56,36% lagen und die 60%-Grenze in keinem Jahr überschritten, trifft daher in der Regie-

<sup>4</sup> Datengrundlage sind 1835 Hauptversammlungen zwischen 2006 und 2011 von Unternehmen, gelistet in: den größten nationalen Indizes aus den Ländern: Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien, Schweden und dem Vereinigte Königreich. Die Hauptversammlungspräsenz wurde aus der durchschnittlichen Teilnahme der Aktionäre an allen Abstimmungen während einer Hauptversammlung errechnet. Zusätzlich wurden für Deutschland auf Daten aus der DSW-Analyse zurückgegriffen. Verf. dankt Herrn stud. iur. *Dominik Schöneberger* für die Aufbereitung des Datenmaterials.

<sup>5</sup> Vgl. Art. 16 ARUG.

<sup>6</sup> Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie v. 30. Juli 2009, BGBl. I, S. 2479.

rungsbegründung zu § 29 WpÜG geäußerte Annahme, 30% der Stimmrechte stellen bei börsennotierten Gesellschaften regelmäßig eine Hauptversammlungsmehrheit dar, für die DAX-30-Unternehmen weiterhin zu.

Hinter den Durchschnittswerten verbergen sich allerdings höchst unterschiedliche Präsenzen bei den einzelnen Gesellschaften, wie die folgende Übersicht über die Hauptversammlungspräsenzen ausgewählter Unternehmen im Jahr 2011 verdeutlicht:

Deutsche Bank	Siemens	E.ON	Metro	Münchener Rück	Daimler	Adidas	BASF
31,30%	41,53%	41,92%	52,03%	42,8%	43,06%	57,62%	45,19%

Deutsche Telekom	Deutsche Post	Linde	SAP	Beiersdorf	BMW	Fresenius S.E.	Fresenius Med. Care
62,1%	64,74%	64,8%	65,5%	69,49%	75,82%	75,77%	78,77%

Während also bei einer Reihe von Dax-30 Gesellschaften 30% der Stimmrechte eine sichere Hauptversammlungsmehrheit dargestellt hätten, wäre dies bei etlichen anderen Gesellschaften des Index nicht der Fall gewesen; letzteres gilt dabei nicht nur für Gesellschaften mit Großaktionären wie BMW, Fresenius und Fresenius Medical Care, sondern auch für Gesellschaften mit hohem Anteil an Streubesitz wie etwa Linde. Auch bei einem Vergleich einzelner Gesellschaften im Zeitablauf zeigen sich teilweise erhebliche Schwankungen in der Hauptversammlungspräsenz. So bewegten sich die Präsenzen bei Thyssen Krupp zwischen 52,4% im Jahr 2006 und 64,32% im Jahr 2008, bei Linde zwischen 54,23% im Jahr 2006 und 64,81% im Jahr 2011, bei RWE zwischen 66,27% im Jahr 2008 und 53,15% im Jahr 2010, bei Bayer zwischen 42,03% im Jahr 2006 und 61,8% im Jahr 2008.

Orientiert man sich an den durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenzen, trifft also die Einschätzung, dass 30% der Stimmrechte regelmäßig eine Hauptversammlungsmehrheit darstellen, jedenfalls für die deutschen DAX-30 Unternehmen nach wie vor zu. Richtet man den Blick dagegen auf die einzelnen Unternehmen, ergibt sich ein durchaus uneinheitliches Bild. Neben Gesellschaften, bei denen die Präsenz durchweg unterhalb oder oberhalb von 60 Prozent liegt gibt es auch eine Reihe von Gesellschaften, bei denen Werte unterhalb und oberhalb der Schwelle einander abwechseln.



Ein Blick auf andere Mitgliedstaaten zeigt, dass auch EU-weit die Wahrnehmung von Aktionärsrechten höchst unterschiedlich ausgeprägt ist. Die geringsten Präsenzen hat mit 36,29% Dänemark<sup>7</sup> aufzuweisen, die höchsten mit 82,39% Luxemburg<sup>8</sup>. In beiden Staaten ist indessen die Zahl der börsennotierten Gesellschaften, von denen Daten vorliegen, für die einzelnen Jahre so gering, dass statistisch repräsentative Aussagen nicht möglich sind. Aber auch in großen Mitgliedstaaten zeigt sich eine durchaus unterschiedliche Bereitschaft der Aktionäre zur Teilnahme an der Hauptversammlung. So lagen die Präsenzquoten in Spanien<sup>9</sup> und dem Vereinigten Königreich<sup>10</sup> durchweg weit über 60% und betragen im untersuchten Zeitraum durchschnittlich 70,08% bzw. 66,15%, während sie in Italien<sup>11</sup>, Frankreich<sup>12</sup>, Belgien<sup>13</sup>, den Niederlanden<sup>14</sup> und Irland<sup>15</sup> durchweg deutlich unter 60% lagen.

#### **IV. Konzeptionelle Stimmigkeit der Ausgestaltung des Tatbestandsmerkmals „Kontrolle“?**

##### **1. Ausgangspunkt: Formaler Kontrollbegriff**

§ 29 Abs. 2 WpÜG definiert Kontrolle als Halten von mindestens 30% der Stimmrechte. Ein auf den Erwerb eines solchen Anteils gerichtetes Angebot unterliegt den Bestimmungen über Übernahmeangebote; wer die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt hat, muss deren Aktionären ein Pflichtangebot auf Erwerb ihrer Aktien unterbreiten. Beides gilt im Grundsatz unabhängig davon ob der Stimmrechtsanteil seinem Inhaber tatsächlich maßgeblichen Einfluss auf die Beschlussfassung in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft vermittelt. Ist das nicht der Fall, eröffnet allerdings § 37 Abs. 1 Alt. 4 und 5 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 2 Nrn. 1 und 2 WpÜG-AngebVO die Möglichkeit einer Befreiung von der Pflicht zur Abgabe eines Angebots nach § 35 WpÜG. Umgekehrt muss ein Erwerber, der weniger als 30% der Stimmrecht an einer Zielgesellschaft hält, deren Aktionären auch dann kein Pflichtangebot unterbreiten, wenn sein Stimmrechtsanteil ihm - etwa wegen der konstant geringen Hauptversammlungspräsenz - ermöglicht, sich bei mit einfacher Mehrheit zu fassenden Beschlüssen

---

<sup>7</sup> Auf Basis von 12 Datensätzen.

<sup>8</sup> Auf Basis von 15 Datensätzen.

<sup>9</sup> Auf Basis von 153 Datensätzen.

<sup>10</sup> Auf Basis von 505 Datensätzen.

<sup>11</sup> Auf Basis von 180 Datensätzen.

<sup>12</sup> Auf Basis von 203 Datensätzen.

<sup>13</sup> Auf Basis von 94 Datensätzen.

<sup>14</sup> Auf Basis von 130 Datensätzen.

<sup>15</sup> Auf Basis von 80 Datensätzen.

gegen die übrigen Aktionäre durchzusetzen. Eine mit der Befreiung vom Pflichtangebot korrespondierende Möglichkeit, den Erwerber unter solchen Umständen zur Abgabe eines Angebots zu verpflichten, sieht das Gesetz nicht vor.

Das Gesetz scheint damit bei der Ausgestaltung des Merkmals der Kontrolle dem Interesse des Bieters an Planungssicherheit größeres Gewicht beizumessen als dem Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft daran, bei einer grundlegenden Änderung der Machtverhältnisse in der Hauptversammlung aus der Gesellschaft ausscheiden und dabei an einer etwaigen Übernahmeprämie teilhaben zu können.

Allerdings wird der Kontrollbegriff des § 29 Abs. 2 WpÜG durch die Zurechnungstatbestände des § 30 WpÜG ergänzt. Einige dieser Zurechnungstatbestände, namentlich § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG betreffend die Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien, die einem Tochterunternehmen gehören, und § 30 Abs. 2 WpÜG über das sog. acting in concert, enthalten ihrerseits Tatbestandsmerkmale, deren Erfüllung sich nicht durchweg anhand rein formaler Kriterien, sondern nur aufgrund einzelfallbezogener Wertungen beurteilen lässt. Wie im Folgenden gezeigt werden soll, tragen diese Zurechnungstatbestände damit eine gewisse Rechtsunsicherheit in den Kontrollbegriff des § 29 Abs. 2 WpÜG. Insbesondere § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG wirft darüber hinaus die Frage nach der Widerspruchsfreiheit einer gesetzlichen Regelung auf, die mit den Merkmalen der Kontrolle und der Möglichkeit, beherrschenden Einfluss auszuüben, im selben Zusammenhang zwei unterschiedliche Konzepte für die Erfassung maßgeblichen Einflusses auf ein Unternehmen verwendet.

## **2. Unmittelbarer und mittelbarer Kontrollerwerb**

### **a) § 2 Abs. 6 WpÜG als abschließende Bestimmung der Zurechnungsvoraussetzungen im Hinblick auf Tochterunternehmen**

Nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG stehen Stimmrechten des Bieters Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft gleich, die einem Tochterunternehmen – zu ergänzen ist: des Bieters - gehören. § 2 Abs. 6 WpÜG definiert Tochterunternehmen als Unternehmen, die als Tochterunternehmen i.S.v. § 290 HGB gelten oder auf die beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann. Beherrschender Einfluss i.S.v. § 290 HGB kann dann ausgeübt werden, „*wenn ein Unternehmen die Möglichkeit hat, die Finanz- und Geschäftspolitik eines anderen Unternehmens dauerhaft zu bestimmen, um aus dessen Tätigkeit Nutzen zu ziehen.*“<sup>16</sup> Der bilanz-

---

<sup>16</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 16/12407, S. 89 linke Sp.

rechtliche Begriff des beherrschenden Einfluss entspricht danach weitgehend seinem konzernrechtlichen Gegenstück gemäß § 17 AktG<sup>17</sup>.

Im Schrifttum wird allerdings die Auffassung vertreten, „mittelbare Kontrolle“ gemäß § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG liege darüber hinaus auch dann vor, wenn der Bieter eine kontrollierende Beteiligung i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG an einer *börsennotierten* Gesellschaft erwerbe, die ihrerseits eine börsennotierte Gesellschaft kontrolliere oder wenn eine bereits vom Bieter i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG kontrollierte *börsennotierte* Gesellschaft nunmehr ihrerseits eine kontrollierende Beteiligung an einer Zielgesellschaft erwerbe<sup>18</sup>. Eine vergleichbare Differenzierung zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften im Hinblick auf die Zurechnung von Stimmrechten findet sich in § 22 Abs. 3 öÜbG: Nach § 22 Abs. 3 Nr. 1 öÜbG reicht eine kontrollierende Beteiligung an dem Beteiligungsunternehmen für die Zurechnung der Stimmrechte aus dessen Aktien der Zielgesellschaft aus, wenn es sich bei dem Beteiligungsunternehmen um eine börsennotierte AG handelt; demgegenüber erfordert die Stimmrechtszurechnung gemäß § 22 Abs. 3 Nr. 2 öÜbG beherrschenden Einfluss des Bieters auf das Beteiligungsunternehmen, wenn es sich dabei um eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft oder um ein Unternehmen anderer Rechtsform handelt.

Dagegen hat die Aufnahme des Merkmals der „mittelbaren Kontrolle“ in § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG nach h.M. lediglich klarstellende Bedeutung, ohne den Tatbestand des mittelbaren Kontrollerwerbs über die Fälle der Zurechnung nach § 30 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG hinaus auszuweiten<sup>19</sup>. Die Zurechnung von Stimmrechten aus dem Aktienbesitz eines Beteiligungsunternehmens setzt danach stets voraus, dass der Bieter beherrschenden Einfluss auf das Beteiligungsunternehmen ausüben kann.

Die Gesetzesbegründung<sup>20</sup>, auf die sich bezeichnenderweise Vertreter beider Ansichten berufen<sup>21</sup>, ist unergiebig. Dort ist einerseits die Rede davon, dass der Bieter in Konstellationen, bei denen die Zielgesellschaft eine Gesellschaft sei, die ihrerseits eine oder mehrere andere Gesellschaften kontrolliere, nach Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft auch ein

---

<sup>17</sup> Versteegen in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 2 Rn. 203, 216 ff.

<sup>18</sup> Ekkenga/Schulz in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler (Fn. 2), § 35 Rn. 37; Hommelhoff/Witt in: Frankfurter-Komm WpÜG (Fn. 1), § 35 Rn. 44; Ekkenga/Hofschröer, DStR 2002, 768, 775.

<sup>19</sup> Baums/Hecker in: Baums/Thoma, WpÜG, § 35 Rn. 82; Hasselbach in: KK-WpÜG, 2. Aufl., 2010, § 35 Rn. 84; Krause/Pötzsch in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2005, § 35 Rn. 93; Schlitt/Ries in: MünchKomm AktG (Fn. 1), § 35 WpÜG Rn. 114; Steinmeyer in: Steinmeyer/Häger (Fn. 2), § 35 Rn. 26; Harbarth, ZIP 2002, 321, 323 Fn. 20; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1011; ebenso DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2001, 1003, 1007.

<sup>20</sup> BegrRegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 59, rechte Sp.

<sup>21</sup> Vgl. einerseits Ekkenga/Schulz in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler (Fn. 2), § 35 Rn. 37, andererseits Krause/Pötzsch in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Fn. 19), § 35 Rn. 93, 88.

Pflichtangebot für deren Tochtergesellschaft abzugeben habe, sofern es sich bei dieser ebenfalls um eine börsennotierte Gesellschaft handele. Die Gesetzesbegründung scheint hier davon auszugehen, dass die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft ausreicht, um dem Bieter die Stimmrechte aus deren Aktien an anderen börsennotierten Gesellschaften zuzurechnen. Andererseits heißt es gleich darauf, die Pflicht zur Abgabe des Angebots folge hier aus dem Umstand, dass mit Übernahme der Zielgesellschaft diese zur Tochtergesellschaft des Bieters werde und ihre Beteiligungen daher dem Bieter nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG zuzurechnen seien. Dieser Aussage beruht offenbar auf der Annahme, dass ein mittelbarer Kontrollwerb kraft Stimmrechtszurechnung nur bei Vorliegen eines Mutter-Tochterverhältnisses i.S.v. § 2 Abs. 6 WpÜG in Betracht kommt, für das Kontrolle der Zielgesellschaft über das Beteiligungsunternehmen weder stets ausreicht<sup>22</sup> noch notwendigerweise erforderlich ist<sup>23</sup>. Dieser Widerspruch in der Gesetzesbegründung legt den Schluss nahe, dass sich die Entwurfsverfasser über die Unterschiede zwischen der für ein Mutter-Tochterverhältnis erforderliche Beherrschung einerseits<sup>24</sup> und dem übernahmerechtlichen Kontrollbegriff andererseits nicht hinreichend im Klaren waren. Beruht aber die Gesetzesbegründung auf einer unzutreffenden Vorstellung über die gesetzliche Begriffsbildung, lassen sich aus ihr keine Folgerungen auf einen Willen des Gesetzgebers ziehen, der für die Gesetzesauslegung von Bedeutung sein könnte.

Entscheidend für die h.M., derzufolge eine Zurechnung von Stimmrechten kraft Einflussmöglichkeit auf die unmittelbar beteiligte Gesellschaft nur unter den Voraussetzungen der §§ 2 Abs. 6, 30 Abs. 1 WpÜG in Betracht kommt, sprechen Begriffsbildung und Systematik des Gesetzes. Es definiert zwar nicht ausdrücklich, was unter mittelbarer Kontrollerrlangung i.S.v. § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zu verstehen ist. Es dürfte aber kein Zweifel daran bestehen, dass die mittelbare Kontrollerrlangung das Gegenstück zur unmittelbaren Kontrollerrlangung ist. Nach der Gesetzssystematik bezieht sich diese Unterscheidung auf die verschiedenen Tatbestände der §§ 29 Abs. 2, 30 Abs. 1 und Abs. 2 WpÜG. Gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ist zwischen Stimmrechten des Bieters einerseits und Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft zu unterscheiden, die Stimmrechten des Bieters gleichstehen. Während Stimmrechte

---

<sup>22</sup> Kontrolle i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG eröffnet bei hohen Hauptversammlungspräsenzen nicht notwendigerweise die Möglichkeit, beherrschenden Einfluss auszuüben.

<sup>23</sup> Bei niedrigen Hauptversammlungspräsenzen kann bereits ein Stimmrechtsanteil von weniger als 30 Prozent als Grundlage für beherrschenden Einfluss ausreichen.

<sup>24</sup> Zur Zeit des Erlasses des WpÜG kam als Alternative für die Begründung eines Mutter-Tochterverhältnisses gemäß § 290 Abs. 1 HGB a.F. auch die Unterstellung des Tochterunternehmens unter die einheitliche Leitung des Mutterunternehmens in Betracht, die aber bereits die Ausübung beherrschenden Einflusses und damit mehr als die bloße Beherrschungsmöglichkeit voraussetzte.

des Bieters selbst seine unmittelbare Kontrolle begründen, führt die Zurechnung von Stimmrechten Dritter zu lediglich mittelbarer Kontrollerrlangung.

§ 30 Abs. 1 WpÜG enthält einen enumerativen Katalog von Zurechnungstatbeständen, der in Abs. 2 der Vorschrift durch den Auffangtatbestand des abgestimmten Verhaltens ergänzt wird. Diese gesetzliche Regelungstechnik eines Katalogs von Zurechnungsgründen und seiner Ergänzung durch einen Auffangtatbestand, der Umgehungen verhindern und damit verbleibende Zurechnungslücken schließen soll, spricht dafür, dass die gesetzlichen Zurechnungstatbestände abschließend und einer Ergänzung extra legem daher nicht zugänglich sind. Im Hinblick auf die Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien, die einem anderen Unternehmen gehören, findet sich der maßgebliche Zurechnungstatbestand in § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG. Die Vorschrift verwendet den Begriff des Tochterunternehmens nicht etwa in untechnischem Sinne, sondern mit der in § 2 Abs. 6 WpÜG definierten Bedeutung. Einem Bieter sind daher nur die Stimmrechte solcher Unternehmen zuzurechnen, auf die er beherrschenden Einfluss ausüben kann; nur unter dieser Voraussetzung begründet der Anteilsbesitz an einem Unternehmen, dem stimmberechtigte Aktien der Zielgesellschaft gehören, mittelbare Kontrolle. Kontrolle i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG über das Unternehmen, dem die Aktien der Zielgesellschaft gehören, reicht für sich genommen nicht aus.

## **b) Unterschiedliche Anforderungen an Kontrolle über die Zielgesellschaft und Einfluss auf Tochterunternehmen**

### **aa) Das Nebeneinander von formaler Kontrolle und einzelfallbezogener Beherrschungsmöglichkeit**

Die Auffassung, nach der Stimmrechte aus Aktien einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft dem Bieter auch dann zuzurechnen sind, wenn dieser die Beteiligungsgesellschaft i.S.v. § 30 WpÜG kontrolliert, ist zwar mit dem geltenden Recht nicht vereinbar; sie weist aber auf einen Bruch innerhalb des Gesetzes hin. Das WpÜG stellt nämlich an die unmittelbare Kontrolle des Bieters über die Zielgesellschaft andere Anforderungen als an die Einflussmöglichkeiten des Bieters im Hinblick auf Tochterunternehmen und die daraus folgende Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien solcher Unternehmen an der Zielgesellschaft. Für die unmittelbare Kontrolle kommt es auf das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft an, für die Zurechnung von Stimmrechten darauf, ob der Bieter beherrschenden Einfluss auf ein Unternehmen ausüben kann, dem stimmberechtigte Aktien der Zielgesellschaft gehören. Kontrolle und beherrschende Einflussmöglichkeit können zugleich vorliegen, müssen es aber nicht.

Ein Bieter hat Kontrolle über die Zielgesellschaft, wenn ihm unmittelbar oder mittelbar 30 Prozent der Stimmrechte an der Gesellschaft zustehen. Das gilt unabhängig davon, welche Einflussmöglichkeiten damit im Einzelfall tatsächlich verbunden sind. Der Nachweis, dass ein solcher Stimmrechtsanteil keine Hauptversammlungsmehrheit darstellt, ändert nichts am Tatbestand der Kontrolle, sondern kann lediglich Grundlage für eine Befreiung gemäß § 37 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 2 Nrn. 1 und 2 AngebVO von den Rechtsfolgen sein, die das Gesetz an einen Kontrollerwerb knüpft. Umgekehrt löst der Nachweis, dass ein Gesellschafter bereits mit einem geringeren Stimmrechtsanteil die Hauptversammlung dominieren kann, nicht die gesetzlichen Rechtsfolgen eines Kontrollerwerbs aus.

Demgegenüber setzt die Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien, die einem Tochterunternehmen gehören (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG) oder diesem zuzurechnen sind (§ 30 Abs. 1 Satz 2 WpÜG), voraus, dass im Verhältnis des Bieters zum Tochterunternehmen entweder die Voraussetzungen des § 290 HGB Abs. 2 HGB erfüllt sind oder der Bieter beherrschenden Einfluss i.S.v. §§ 17 AktG, 290 Abs. 1 HGB auf das Tochterunternehmen ausüben kann<sup>25</sup>. Beherrschung kraft Stimmrechtsmacht beim Tochterunternehmen liegt gemäß § 290 Abs. 2 Nr. 1 HGB stets dann vor, wenn dem Bieter die Mehrheit aller Stimmrechte der Gesellschaft des Tochterunternehmens zusteht<sup>26</sup>. Für beherrschenden Einfluss nach §§ 17 Abs. 1 AktG, 290 Abs. 1 HGB reicht aber auch eine verlässliche Hauptversammlungsmehrheit aus<sup>27</sup>, die bei geringer Hauptversammlungspräsenz bereits unterhalb der Kontrollschwelle von 30 Prozent der Stimmrechte erreicht sein kann. Einerseits kann also „Kontrolle“ des Bieters i.S.v. § 29 WpÜG im Verhältnis zu einem Beteiligungsunternehmen auch dann vorliegen, wenn nicht zugleich Beherrschung gegeben ist, weil ein Stimmrechtsanteil von 30 Prozent keine Stimmrechtsmehrheit vermittelt. Andererseits kann bei durchweg geringer Hauptversammlungspräsenz Beherrschung i.S.v. §§ 17 Abs. 1 AktG, 290 Abs. 1 HGB unterhalb eines Stimmrechtsanteils von 30 Prozent gegeben sein, obwohl im Verhältnis des Bieters zu seinem Tochterunternehmen keine Kontrolle i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG vorliegt.

Bezogen auf die Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien, die einem Tochterunternehmen des Bieters gehören, folgt daraus: Derartige Stimmrechte können dem Bieter zuzurechnen sein, obwohl er das Tochterunternehmen nicht i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG kontrolliert. Umge-

---

<sup>25</sup> Versteegen in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 2 Rn. 214.

<sup>26</sup> Vgl. Claussen/Scherrer in: KK-RLR, 2011, § 290 Rn 36; Versteegen in: KK-WpÜG, 2. Aufl., 2010, § 2 Rn. 205.

<sup>27</sup> BGHZ 69, 334, 347; BGHZ 135, 107, 114; BGHZ 148, 123, 125 f.; Koppensteiner in: KK-AktG, 3. Aufl., 2. Bearb. 2010, § 17 Rn. 41; Vetter in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., 2010, § 17 Rn. 12, 20; Versteegen in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 2 Rn. 221.

kehrt kann eine Zurechnung ausgeschlossen sein, wenn der Bieter zwar Kontrolle über ein Beteiligungsunternehmen hat, nicht aber beherrschenden Einfluss auf ein solches Unternehmen ausüben kann, dem stimmberechtigte Aktien der Zielgesellschaft gehören.

Im zuletzt genannten Fall entspricht der Ausschluss der Zurechnung dem Zweck von § 30 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG und der an die Kontrolle über eine Zielgesellschaft anknüpfenden Bestimmungen über Übernahme- und Pflichtangebote. Sofern der Bieter nicht in der Lage ist, über die Ausübung der Stimmrechte durch das Beteiligungsunternehmen zu entscheiden, besteht im Hinblick auf diese Stimmrechte nicht das Risiko einer Kontrolle der Zielgesellschaft durch den Bieter. Ebenso entspricht im ersten Fall die Zurechnung der Stimmrechte trotz fehlender Kontrolle des Bieters über das Beteiligungsunternehmen dem Zweck § 30 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG, denn wenn der Bieter beherrschenden Einfluss auf das Beteiligungsunternehmen ausüben kann, besteht aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft die Gefahr, dass auch die Stimmrechte aus den Aktien, die dem Beteiligungsunternehmen gehören, im Sinne des Bieters ausgeübt werden.

Die Kehrseite dieses an der materiellen Gefährdungslage orientierten Ansatzes bei der Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien, die Tochterunternehmen gehören, besteht in der damit verbundenen Rechtsunsicherheit. Zwar ist der Tatbestand der Kontrolle i.S.v. § 29 WpÜG durch das formale Abstellen auf die Schwelle von 30 Prozent der Stimmrechte klar definiert. Ob der Bieter beherrschenden Einfluss auf ein Beteiligungsunternehmen ausüben kann, dem stimmberechtigte Aktien der Zielgesellschaft gehören und ob dem Bieter daher die Stimmrechte aus solchen Aktien zuzurechnen sind, kann dagegen durchaus zweifelhaft sein. § 290 Abs. 2 Nr. 1 bis 4 HGB reduziert diese Unsicherheit zwar, indem bei Vorliegen der Tatbestandsmerkmale dieser Bestimmungen beherrschender Einfluss (konsequent müsste es eigentlich heißen: die Möglichkeit, beherrschenden Einfluss auszuüben) unwiderleglich vermutet wird. Insoweit sorgt das Gesetz für Rechtsklarheit, wenngleich im Einzelfall zweifelhaft sein kann, was genau unter der Geschäfts- und Finanzpolitik i.S.v. § 290 Abs. 2 Nr. 3 HGB zu verstehen ist und die Tatbestandsmerkmale des § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB für Zweckgesellschaften ihrerseits offen und interpretationsbedürftig sind. In den von § 290 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 erfassten Fällen würde indessen auch ohne diese Bestimmungen kaum jemals zweifelhaft sein, dass das Mutterunternehmen beherrschenden Einfluss auf das Tochterunternehmen ausüben kann. In den eigentlich problematischen Fällen hilft die Vorschrift dagegen nicht weiter. Das gilt insbesondere dann, wenn der Bieter möglicherweise über eine Hauptversammlungsmehrheit bei dem Beteiligungsunternehmen verfügt. Ob sie hinreichend gesichert ist, um dem Bieter eine der Stimmrechtsmehrheit vergleichbare Einflussgrundlage zu bieten, kann im Ein-

zelfall fraglich sein. Anlass zu Zweifeln können auch Fälle der sog. kombinierten Beherrschung geben, in denen gesellschaftsrechtlich vermittelte Einflussmöglichkeiten nur im Zusammenwirken mit anderen, nicht auf der Beteiligung beruhenden Umständen (möglicherweise) beherrschenden Einfluss vermitteln<sup>28</sup>. Dabei ist jeweils zu bedenken, dass nach § 2 Abs 6 WpÜG i.V.m. §§ 17 AktG, 290 HGB die bloße *Möglichkeit* beherrschender Einflussnahme ausreicht, um ein Mutter-Tochter-Verhältnis zu begründen, so dass es nicht darauf ankommt, ob von dieser Möglichkeit tatsächlich Gebrauch gemacht wird und man daraus auf das Bestehen beherrschenden Einflusses schließen kann. Jenseits der Tatbestände des § 290 Abs. 2 HGB sind daher durchaus Konstellationen denkbar, bei denen nicht von vornherein klar ist, ob eine Beherrschungsmöglichkeit gegenüber dem Beteiligungsunternehmen besteht. Dazu gehören gerade auch solche Fälle, wie sie im Hinblick auf die Kontrolle über die Zielgesellschaft unter dem Stichwort „kalte Übernahme“ erörtert werden (dazu unten, V.).

So weit es um die Zurechnung von Stimmrechten aus dem Aktienbesitz von Tochterunternehmen geht, nimmt das Gesetz also durch das Abstellen auf Beherrschung eine gewisse Rechtsunsicherheit bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils des Bieters in Kauf, obwohl es im Interesse der Planungssicherheit des Bieters das Merkmal der Kontrolle selbst formal definiert. Das wirft die Frage auf, ob das Gesetz hier folgerichtig ist oder dem Gesetzgeber möglicherweise geraten werden müsste, die Zweispurigkeit von Kontrolle und Beherrschung zugunsten eines einheitlichen Konzepts aufzugeben, das gleichermaßen für die unmittelbare Kontrolle und für die mittelbare Kontrolle kraft Zurechnung der Stimmrechte aus Aktien im Besitz von Beteiligungsunternehmen gelten würde.

Mangelnde Folgerichtigkeit des Gesetzes könnte in zweierlei Hinsicht vorliegen: Zum einen deswegen, weil die durch den formalen Kontrollbegriff bezweckte Planungssicherheit beeinträchtigt wird, wenn sich nicht im Vorhinein ohne Weiteres beurteilen lässt, ob ein Bieter unter Berücksichtigung zugerechneter Anteile durch einen eigenen Erwerb oder durch den Aktienerwerb eines Unternehmens, an dem er beteiligt ist, die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt. Zum anderen aus systematischen Gründen, denn das Gesetz beurteilt den Einfluss des Bieters auf ein anderes Unternehmen anhand zweier unterschiedliche Maßstäbe.

---

<sup>28</sup> Vgl. dazu BGHZ 90, 381, 397; zu den umstrittenen Einzelheiten etwa *Bayer* in: MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 17 Rn. 31 ff.; *Koppensteiner* in: KK-AktG (Fn. 27), § 17 Rn. 68; *Schall* in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 17 Rn 25 ff.; *Emmerich* in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., 2010, § 17 Rn. 16a f.; *Vetter* in: K. Schmidt/Lutter (Fn. 27), § 17 Rn. 16 f.



## **bb) Rechtsunsicherheit?**

Zwar führt der Umstand, dass das Gesetz für die Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien eines Tochterunternehmens nicht auf formale Kontrolle der Zielgesellschaft über das Unternehmen, sondern auf Herrschaft und Abhängigkeit abstellt, zu einer gewissen Rechtsunsicherheit. Diese Unsicherheit ist aber nicht so groß, dass dadurch der Zweck des formalen Kontrollbegriffs, für Planungssicherheit des Bieters zu sorgen, vereitelt würde. Die Frage nach der Zurechnung stellt sich von vornherein nur, wenn ein Erwerber Beteiligungen an Unternehmen hält, denen ihrerseits stimmberechtigte Aktien der Zielgesellschaft gehören. In solchen Fällen werden häufig die Kriterien des § 290 Abs. 2 HGB für Klarheit sorgen. Verbleibende Fälle, in denen die Zurechnung zweifelhaft erscheint, mögen gelegentlich auftauchen, stellen aber nicht die Regel dar<sup>29</sup>.

## **cc) Inkonsequenz der gesetzlichen Regelung**

Das Gesetz geht einerseits davon aus, dass der Inhaber eines Stimmrechtsanteils von 30 Prozent die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft ausüben kann. Andererseits greift die widerlegliche Vermutung, dass ein Gesellschafter beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft ausüben kann, erst ab einer Beteiligung in Höhe von 50 Prozent ein.

Dieser Unterschied lässt sich nicht damit rechtfertigen, dass beherrschende Einflussmöglichkeit und Kontrolle unterschiedliche Grade an Einwirkungsmacht des betreffenden Gesellschafters voraussetzen würden. § 29 Abs. 2 WpÜG setzt die Kontrollschwelle deswegen bei 30 Prozent der Stimmrechte an, weil nach Einschätzung des Gesetzgebers eine solche Beteiligung in Anbetracht der Hauptversammlungspräsenzen deutscher Unternehmen regelmäßig eine Hauptversammlungsmehrheit darstellt<sup>30</sup>. Davon gehen auch § 37 Abs. 1 Var. 5 WpÜG, § 9 Satz 2 Nr. 2 AngebVO aus. Danach kann die BaFin den Bieter trotz Kontrollerwerbs von der Verpflichtung zur Abgabe eines Angebots nach § 35 WpÜG befreien, wenn auf Grund des in den zurückliegenden drei ordentlichen Hauptversammlungen vertretenen stimmberechtigten Kapitals nicht zu erwarten ist, dass der Bieter in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft über eine Mehrheit der Stimmrechte verfügen wird.

---

<sup>29</sup> Vergleichbares gilt für den Tatbestand des abgestimmten Verhaltens nach § 30 Abs. 2 WpÜG. Dessen Voraussetzungen können zwar sowohl in: rechtlicher als auch in: tatsächlicher Hinsicht Zweifelsfragen aufwerfen. Immerhin hat es ein Aktionär aber in: der Hand, Vereinbarungen oder Verhaltensabstimmung in: kritischen Bereichen zu unterlassen und dadurch das Eingreifen des Zurechnungstatbestandes von vornherein auszuschließen.

<sup>30</sup> BegrRegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 30, linke Sp. und S. 53, linke Sp.

Wie die Vermutung des § 17 Abs. 2 AktG und die - richtiger Ansicht nach bestehende - Möglichkeit ihrer Widerlegung durch den Nachweis, dass mit einer Anteilsmehrheit ausnahmsweise keine Stimmrechtsmehrheit einhergeht<sup>31</sup>, zeigen, beruhen Herrschaft und Abhängigkeit vor allem auf der Möglichkeit, über die Besetzung der Geschäftsleitung zu entscheiden<sup>32</sup>. Diese Möglichkeit gewährt eine Hauptversammlungsmehrheit ihrem Inhaber aber auch dann, wenn er nicht über die absolute Mehrheit der Stimmrechte verfügt. Dementsprechend ist anerkannt, dass eine verlässliche Hauptversammlungsmehrheit eine taugliche Beherrschungsgrundlage darstellt<sup>33</sup>.

Gesellschaftsrechtliche Beherrschungsmöglichkeit und übernahmerechtliche Kontrolle unterscheiden sich daher nicht im Hinblick auf Gegenstand oder Qualität der Einwirkungsmöglichkeiten eines Aktionärs auf die Willensbildung in der Gesellschaft. Die Unterschiede in der Ausgestaltung der Tatbestandsvoraussetzungen von Kontrolle einerseits und Beherrschungsmöglichkeit andererseits und in den Anforderungen, die an den Nachweis ihres Vorliegens gestellt werden, bedürfen daher einer anderen Rechtfertigung.

Eine solche Rechtfertigung folgt möglicherweise daraus, dass die Merkmale „Kontrolle“ und „beherrschender Einfluss“ für verschiedene Gruppen von Unternehmen gelten. Das Merkmal des beherrschenden Einflusses betrifft alle Unternehmen unabhängig von ihrer Rechtsform und einer etwaigen Börsennotierung. Demgegenüber verwendet das Gesetz das Merkmal der Kontrolle nur für börsennotierte Gesellschaften. In Anbetracht der Gesetzesbegründung, die im Hinblick auf die Kontrollschwelle von 30 Prozent auf die geringen Hauptversammlungspräsenzen bei börsennotierten Gesellschaften verweist, liegt es nahe, den sachlichen Grund für die unterschiedlich hohen Schwellenwerte darin zu sehen, dass bei börsennotierten Gesellschaften regelmäßig bereits ein Stimmrechtsanteil weit unterhalb der absoluten Mehrheit

---

<sup>31</sup> Zutr. *Koppensteiner* in: KK-AktG (Fn. 27), § 17 Rn. 102 f.; *Windbichler* in: Großkomm AktG, 4. Aufl., 1999, § 17 Rn. 71; *Schall* in: Spindler/Stilz, AktG (Fn. 28), § 17 Rn. 50. Die Gegenauffassung, vgl. etwa *Bayer* in: MünchKomm AktG (Fn. 28), § 17 Rn. 95; *Hüffer*, AktG, 9. Aufl., 2010, § 17 Rn. 19 f., *Emmerich* in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht (Fn. 28), § 17 Rn. 27; *Vetter* in: K. Schmidt/Lutter (Fn. 27), 2010, § 17 Rn. 53, die darüber hinaus auch den Nachweis des Fehlens sonstiger Beherrschungsmöglichkeiten für erforderlich hält, einen Beweisantritt aber nur verlangt, wenn Umstände vorgetragen sind, die auf das Vorliegen anderer Beherrschungsmittel schließen lassen, verkennt, dass eine Anteilsmehrheit mit sonstigen Beherrschungsmitteln nichts zu tun hat und daher auch keine Vermutungsgrundlage für das Vorliegen solcher anderen Beherrschungsmittel darstellt. Dass das Gesetz nicht durchweg hinreichend zwischen Anteils- und Stimmrechtsmehrheit unterscheidet, ist auch in anderen Zusammenhängen zu konstatieren, vgl. *Cahn*, Kapitalerhaltung im Konzern, 1996, S. 210 ff, 218 zu §§ 56 Abs. 2, 71d AktG.

<sup>32</sup> Vgl. dazu *Koppensteiner* in: KK-AktG (Fn. 27), § 17 Rn. 94; *Vetter* in: K. Schmidt/Lutter (Fn. 27), 2010, § 17 Rn. 6.

<sup>33</sup> BGHZ 69, 334, 347; BGHZ 135, 107, 114; BGHZ 148, 123, 125 f.; *Koppensteiner* in: KK-AktG (Fn. 27), 2010, § 17 Rn. 41; *Vetter* in: K. Schmidt/Lutter (Fn. 27), § 17 Rn. 12, 20; *Versteegen* in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 2 Rn. 221.

maßgeblichen Einfluss auf die Beschlussfassung gewährt, während dies bei nicht börsennotierten Gesellschaften mit geringerem Streubesitz typischerweise erst bei absoluter Stimmmehrheit der Fall ist. Von diesem Ausgangspunkt her ist es allerdings nicht konsequent, dass beherrschender Einfluss auch bei börsennotierten Gesellschaften erst bei einer Stimmrechtsmehrheit vermutet wird. Das gilt auch dann, wenn man ein Anliegen des Übernahmerechts darin sieht, zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft präventiven Konzerneingangsschutz zu gewährleisten<sup>34</sup>. Die Bestimmungen über Übernahme- und Pflichtangebote gehen ohnehin weit über das konzernrechtliche Schutzinstrumentarium hinaus, indem sie einen Kontrollerwerber ohne Weiteres zur Abgabe eines Angebots an alle Aktionäre verpflichten, während konzernrechtlichen Schutzbestimmungen nur eingreifen, wenn die Abhängigkeitsvermutung nicht widerlegt wird und der herrschende Aktionär von seinem Einfluss auch tatsächlich Gebrauch macht. Eine darüber hinausgehende Vorverlagerung des übernahmerechtlichen Schutzes und der korrespondierenden erheblichen Belastungen des Bieters durch Statuierung einer unrealistisch niedrigen Kontrollschwelle ließe sich durch legitime Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft nicht rechtfertigen. Wenn die Annahmen zutreffen, die den Gesetzgeber dazu veranlasst haben, die Kontrollschwelle bei börsennotierten Gesellschaften bei 30 Prozent festzulegen und wenn zwischen Kontrolle und Beherrschungsmöglichkeit in der Sache keine qualitativen Unterschiede bestehen, wäre es daher im Interesse der Folgerichtigkeit des Gesetzes geboten, die Beherrschungsmöglichkeit bei börsennotierten Gesellschaften ebenfalls bei 30 Prozent zu vermuten.

#### **dd) Folgen einer Angleichung der konzernrechtlichen Abhängigkeitsvermutung für börsennotierte Gesellschaften an die übernahmerechtliche Kontrollschwelle**

Bei einer solchen Angleichung von Übernahmerecht und dem Konzernrecht börsennotierter Aktiengesellschaften würde bei börsennotierten Gesellschaften für Beherrschungsmöglichkeit und Kontrolle derselbe Schwellenwert gelten. Unterschiede bestünden nach wie vor hinsichtlich der Folgen eines Stimmrechtsanteils von 30 Prozent. Kontrolle als formales übernahmerechtliches Kriterium läge bei einem Anteil von 30 Prozent der Stimmrechte ohne Weiteres vor; die BaFin könnte lediglich Befreiung von bestimmten Rechtsfolgen gewähren, die das Gesetz an einen Kontrollerwerb knüpft. Demgegenüber würde die Beherrschungsmöglichkeit als gesellschaftsrechtliches Merkmal bei einem Stimmrechtsanteil von 30 Prozent vermutet. Diese Vermutung könnte im Einzelfall widerlegt werden; umgekehrt wäre aber wie bisher

---

<sup>34</sup> Näher dazu oben, II.

auch der Nachweis zulässig, dass bereits ein geringerer Stimmrechtsanteil beherrschenden Einfluss ermöglicht.

Damit würden zwar für börsennotierte und nicht börsennotierte Gesellschaften unterschiedlich hohe Schwellenwerte für die Abhängigkeitsvermutung des § 17 Abs. 2 AktG gelten; eine solche Differenzierung würde sich aber zwanglos in die ohnehin zu beobachtende Entwicklung eines Sondergesellschaftsrechts für börsennotierte Gesellschaften einfügen<sup>35</sup>. Die Divergenz zwischen Gesellschaftsrecht und Übernahmerecht wäre beseitigt, ohne dass das übernahmerechtliche Anliegen beeinträchtigt wäre, Planungssicherheit für den Bieter zu gewährleisten.

Schließlich würde die Börsennotierung eines Beteiligungsunternehmens, an dem der Bieter 30 Prozent der Stimmrechte hält, nicht abschließend über die Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien des Beteiligungsunternehmens entscheiden. Kontrolle über ein solches börsennotiertes Beteiligungsunternehmen wäre vielmehr nur Grundlage für eine widerlegliche Beherrschungsvermutung. Entsprechend dem Normzweck, dem Bieter solche Stimmrechte zuzurechnen, über deren Ausübung er entscheiden kann, würde die Zurechnung auch bei Stimmrechten aus Aktien im Besitz börsennotierter Beteiligungsunternehmen letztlich davon abhängen, ob der Bieter beherrschenden Einfluss auf ein solches Unternehmen ausüben kann; immerhin würde aber durch die Absenkung der Vermutungsschwelle des § 17 Abs 1 AktG auf 30 Prozent der Nachweis der Abhängigkeit erleichtert.

## **V. Beherrschender Einfluss unterhalb der Kontrollschwelle**

### **1. Rechtstatsachen**

Eine Angleichung der Abhängigkeitsvermutung des § 17 Abs. 2 AktG für börsennotierte Gesellschaften an § 29 Abs. 2 WpÜG würde allerdings nichts daran ändern, dass ein Stimmrechtsanteil von weniger als 30% auch dann keine Kontrolle im übernahmerechtlichen Sinn begründet, wenn er eine verlässliche Hauptversammlungsmehrheit darstellt und seinem Inhaber daher ermöglicht, beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben. Das wäre im Zeitraum von 2006 bis 2011 etwa bei folgenden Unternehmen des DAX-30 der Fall gewesen: Adidas<sup>36</sup>, Allianz<sup>37</sup>, BASF<sup>38</sup>, Commerzbank<sup>39</sup>, Daimler<sup>40</sup>, Deutsche Bank<sup>41</sup>, Deutsche Börse<sup>42</sup>;

---

<sup>35</sup> Vgl. dazu *Richter*, ZHR 172 (2008), 419 ff., 448 f.

<sup>36</sup> Die Präsenzen bei Adidas betragen: 2006: 39,67%; 2007: 44,10%; 2008: 52,98%; 2009: 48,79%; 2010: 46,46%; 2011: 57,62%.

<sup>37</sup> Die Präsenzen bei der Allianz betragen: 2006: 39,16%; 2007: 42,49%; 2008: 40,17%; 2009: 40,71%; 2010: 37,10%; 2011: 45,14%.

E.ON<sup>43</sup>, Lufthansa<sup>44</sup>, Münchener Rück<sup>45</sup> und Siemens<sup>46</sup>; bei einer Reihe anderer Unternehmen wurde die Schwelle von 60% nur in einem von sechs Jahren überschritten<sup>47</sup>.

Vergleichbares dürfte für börsennotierte Aktiengesellschaften gelten, die nicht im DAX-30 gelistet sind. In jüngerer Vergangenheit haben insbesondere zwei Fälle Aufsehen erregt, in denen Aktionäre stimmberechtigte Beteiligungen knapp unterhalb der 30 Prozent-Schwelle erworben und anschließend Einfluss auf die auf die Besetzung der Verwaltungsorgane und teilweise auch auf die Geschäftspolitik der jeweiligen Gesellschaft genommen haben, ohne dass den übrigen Aktionäre die Möglichkeit eingeräumt worden wäre, im Rahmen eines Pflichtangebots aus der Gesellschaft auszuscheiden. Diese Fälle sollen zunächst geschildert werden (nachstehend 2.). Anschließend ist der Frage nachzugehen, ob der Ausgleich zwischen dem Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft an einem Schutz vor einer Kontrollübernahme und dem Interesse des Bieters an Planungssicherheit, den das Gesetz mit der formalen Kontrollschwelle von 30% der Stimmrechte anstrebt, gelungen ist oder ob de lege ferenda die Einführung einer variablen Kontrollschwelle vorzugswürdig erscheint, die sich an dem Einflusspotential orientiert, das eine Beteiligung ihrem Inhaber in Anbetracht der Verhältnisse der jeweiligen Gesellschaft vermittelt.

---

<sup>38</sup> Die Präsenzen bei BASF betragen: 2006: 38,41%; 2007: 48,50%; 2008: 51,24%; 2009: 45,24%; 2010: 51,90%; 2011: 45,19%.

<sup>39</sup> Die Präsenzen bei der Commerzbank betragen: 2006: 40,87%; 2007: 43,55%; 2008: 46,04%; 2009: 38,65%; 2010: 48,72%; 2011: 47,42%.

<sup>40</sup> Die Präsenzen bei Daimler betragen: 2006: 38,54%; 2007: 39,19%; 2008: 42,11%; 2009: 41,60%; 2010: 39,80%; 2011: 43,06%.

<sup>41</sup> Die Präsenzen bei der Deutschen Bank betragen: 2006: 40,70%; 2007: 42,53%; 2008: 33,20%; 2009: 41,94%; 2010: 35,1%; 2011: 31,30%.

<sup>42</sup> Die Präsenzen bei der Deutschen Börse betragen: 2006: 44,89%; 2007: 53,33%; 2008: 51,71%; 2009: 42,21%; 2010: 44,98%; 2011: 43,46%.

<sup>43</sup> Die Präsenzen bei E.ON betragen: 2006: 43,11%; 2007: 48,79%; 2008: 52,93%; 2009: 48,38%; 2010: 43,37%; 2011: 41,92%.

<sup>44</sup> Die Präsenzen bei der Lufthansa betragen: 2006: 36,34%; 2007: 54,14%; 2008: 47,89%; 2009: 52,51%; 2010: 47,13%; 2011: 52,78%.

<sup>45</sup> Die Präsenzen bei der Münchener Rück betragen: 2006: 43,26%; 2007: 45,17%; 2008: 45,06%; 2009: 44,61%; 2010: 40,57%; 2011: 42,80%.

<sup>46</sup> Die Präsenzen bei Siemens betragen: 2006: 37,49%; 2007: 41,00%; 2008: 48,45%; 2009: 44,29%; 2010: 43,68%; 2011: 41,53%.

<sup>47</sup> So etwa bei Bayer im Jahr 2008 mit 61,80%; im Übrigen lagen die Präsenzen zwischen 42,03% und 56,90%. Bei der Deutsche Telekom im Jahr 2011 mit 62,10%; im Übrigen lagen die Präsenzen zwischen 50,20% und 59,66%. Bei ThyssenKrupp im Jahr 2008 mit 64,32%; im Übrigen lagen die Präsenzen zwischen 52,40% und 58,47%.

## 2. Zwei Fälle<sup>48</sup>

### a) KUKA AG

Zwischen 28. November 2008 und dem 8. Juni 2009 erwarb die Grenzebach Maschinenbau GmbH (Grenzebach) insgesamt 29,22% der stimmberechtigten Aktien der KUKA AG<sup>49</sup>. Nachdem Vorstand und Aufsichtsrat von KUKA sich zunächst geweigert hatten, bereits auf der Hauptversammlung 2009 die Wahl von Grenzebach-Repräsentanten in den Aufsichtsrat zu unterstützen und Grenzebach daraufhin einen Antrag auf Abberufung von Anteilseignervertretern im Aufsichtsrat ankündigte, traten zwei Anteilseignervertreter zurück, an deren Stelle zwei Vertraute des Inhabers und Namensgebers von Grenzebach in den Aufsichtsrat von KUKA gewählt wurden<sup>50</sup>. Am 9. Juli 2009 teilte Grenzebach nach § 27a Abs. 1 WpHG mit, dass die Investition in KUKA der Umsetzung strategischer Ziele diene, dass sie beabsichtige, innerhalb der nächsten zwölf Monate weitere Anteile zu erwerben und eine Einflussnahme auf die Besetzung der Verwaltungs- Leitungs- und Aufsichtsorgane von KUKA anstrebe. Nachdem Grenzebach und der an KUKA mit 9,7% beteiligte Investor Guy Wisser-Pratt dem Vorstand der Gesellschaft vorgeworfen hatten, das Unternehmen nicht schnell genug auf neue Geschäftsfelder auszurichten<sup>51</sup>, setzten diese beiden Großaktionäre im September 2009 den Rücktritt der vier nicht von Grenzebach vorgeschlagenen Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat von KUKA sowie die Amtsniederlegung der Vorstandsmitglieder durch<sup>52</sup>. An Stelle der zurückgetretenen Aufsichtsratsmitglieder wurden gerichtlich drei Grenzebach-Vertraute sowie Guy Wyser-Pratte bestellt, an Stelle der ausgeschiedenen Vortandsmitglieder zwei von Grenzebach benannte Kandidaten<sup>53</sup>.

### b) AUGUSTA Technologie AG

Am 7. April teilte die DAH Beteiligungs GmbH der AUGUSTA Technologie AG gemäß § 21 WpHG mit, dass ihr Stimmrechtsanteil die Schwellen von 10%, 15%, 20% und 25% überschritten habe und 26,84% betrage; davon seien ihr 17,12% nach § 22 Abs. 2 WpHG von der

---

<sup>48</sup> Zu den Sachverhalten vgl. auch *Krause*, FS U.H. Schneider, 2011, S. 669 f.

<sup>49</sup> KUKA AG Veröffentlichungen gemäß § 26 WpHG v. 3. 12. 2008 (5,43%), 12. 3. 2009 (10,01%), 21. 4. 2009 (20,02%) und 15. 6. 2009 (29,22%).

<sup>50</sup> Ad-hoc-Mitteilung der KUKA v. 2. 4. 2009 und Börsenzeitung v. 3. 4. 2009, S.14.

<sup>51</sup> Vgl. Börsenzeitung v. 18. 7. 2009, S. 9 und v. 21. 7. 2009, S. 7.

<sup>52</sup> Ad-hoc-Mitteilung der KUKA v. 3. 9. 2009; zur Vorgeschichte vgl. Börsenzeitung v. 1. 8. 2009, S. 11, v. 4. 8. 2009, S. 8, v. 13. 8. 2009, S. 10 und v. 15. 8. 2009, S. 10.

<sup>53</sup> Ad-hoc-Mitteilungen der KUKA v. 3. 9. 2009 und v. 29. 9. 2009 sowie Geschäftsbericht 2009 der KUKA, S. 9 f.; zu den Hintergründen vgl. Börsenzeitung v. 4. 9. 2009, S. 7

Lincoln Vale European Partners Master Fund L.P. (Lincoln Vale) zuzurechnen<sup>54</sup>. Der Presse war zu entnehmen, dass DAH und Lincoln Vale sich zusammengeschlossen hatten, weil sie mit der Berufung eines weiteren Vorstandsmitglieds für M & A nicht einverstanden gewesen seien und daher auf eine Erneuerung im Aufsichtsrat drängten<sup>55</sup>. Auf der Hauptversammlung im Mai 2010 wurde der gesamte Aufsichtsrat durch die von DAH und Lincoln Vale vorgeschlagenen Kandidaten ersetzt; die Präsenz betrug 49%, die Zustimmungquote für die neuen Aufsichtsratsmitglieder gut 73%<sup>56</sup>. Am 19. Mai 2010 teilte DAH gemäß § 21 WpHG mit, dass ihr Stimmrechtsanteil die Schwellen von 25%, 20%, 15% und 10% unterschritten habe und wieder 9,72% betrage<sup>57</sup>.

### **3. Ergänzung des formalen Kontrollbegriffs um materielle Kriterien?**

#### **a) Formaler Kontrollbegriff als Grundlage für Umgehungen der Pflichtangebotsregeln**

Fälle wie KUKA zeigen, dass bei geringen Hauptversammlungspräsenzen die Ausübung von beherrschendem Einfluss durch Aktionäre mit einem Stimmrechtsanteil unterhalb der Kontrollschwelle nicht nur eine theoretische Möglichkeit ist, sondern dass sich gezielt beherrschende Beteiligungen unterhalb der 30 Prozent-Schwelle aufbauen lassen, um eine börsennotierte Gesellschaft kontrollieren zu können, ohne den Aktionären ein Pflichtangebot unterbreiten zu müssen. In Anbetracht des Umstandes, dass bei einem erheblichen Teil der börsennotierten Gesellschaften die Präsenzen regelmäßig weniger als 60 Prozent betragen, so dass ein Stimmrechtsanteil von weniger als 30 Prozent beherrschenden Einfluss eröffnet, liegt die Frage nahe, ob nicht eine Ergänzung der formalen Kontrollschwelle um einzelfallbezogene Merkmale notwendig ist, um gezielte Umgehungen der Pflichtangebotsregeln zu verhindern.

#### **b) Unzulänglichkeit des Umgehungsschutzes durch Stimmrechtszurechnung nach § 30 WpÜG**

Bei KUKA sorgte der Aktionär Grenzebach für den Rücktritt der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat und der Vorstandsmitglieder und für die anschließende Besetzung der vakanten Positionen mit eigenen Vertrauensleuten. Da Grenzebach dabei offenbar mit Wyser-Pratte zusammenwirkte und diese beiden Aktionäre gemeinsam mehr als 30% der Stimmrechte hielten, liegt die Frage nahe, ob nicht der Tatbestand des abgestimmten Verhaltens i.S.v. § 30 Abs. 2 WpÜG erfüllt war, der zu einer wechselseitigen Zurechnung der Stimmrechte und da-

---

<sup>54</sup> AUGUSTA Technologie AG Veröffentlichung gemäß § 26 WpHG v. 12. 4. 2010.

<sup>55</sup> Vgl. Börsenzeitung v. 17. 4. 2010, S. 9 und v. 27. 4. 2010, S. 10.

<sup>56</sup> Vgl. Börsenzeitung v. 14. 5. 2010, S. 13.

<sup>57</sup> AUGUSTA Technologie AG Veröffentlichung gemäß § 26 WpHG v. 21. 5. 2010.

mit zum Überschreiten der Kontrollschwelle geführt hätte. Diese Frage stellte sich auch bei AUGUSTA, wo DAH und Lincoln Vale gemeinsam für eine Neubesetzung des Aufsichtsrats sorgten.

Bei KUKA ist zunächst zu bedenken, dass die Ergänzung des durch den Rücktritt der Aufsichtsratsmitglieder unvollständigen Aufsichtsrats nach § 104 AktG durch Beschluss des zuständigen Amtsgerichts erfolgt ist, das bei seiner Entscheidung nicht an die Vorschläge der Aktionäre gebunden ist, die die gerichtliche Ergänzung des Aufsichtsrats beantragen<sup>58</sup>.

Selbst wenn aber, wie bei AUGUSTA, die Ersetzung von Aufsichtsratsmitgliedern durch Wahl der Hauptversammlung erfolgt, über die mehrere Aktionäre sich verständigt haben, erfolgt nicht ohne Weiteres eine wechselseitige Stimmrechtszurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG. Verständigen sich die Aktionäre einer börsennotierten Gesellschaft bereits im Vorfeld einer Hauptversammlung auf die zu wählenden Aufsichtsratsmitglieder, so stellt dies für sich genommen in der Regel kein „abgestimmtes Verhalten über den Einzelfall hinaus“ im Sinne dieser Bestimmung dar. Es handelt sich vielmehr um eine „Abstimmung im Einzelfall“ i.S.v. § 30 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpÜG<sup>59</sup>. Heftig umstritten und für die Neufassung der Bestimmungen durch das RisikobegrenzungsG<sup>60</sup> höchstrichterlich noch nicht entschieden ist, ob dies auch dann gilt, wenn eine Reihe von Aufsichtsratsmitgliedern mit dem Ziel ausgewechselt wird, die unternehmerische Ausrichtung der Gesellschaft zu ändern<sup>61</sup>. Selbst wenn man das aber bejahte, würden damit nur Fälle erfasst, in denen der Großaktionär für die Besetzung des Aufsichtsrats auf die Mitwirkung eines oder mehrerer anderer Aktionäre angewiesen ist.

---

<sup>58</sup> Vgl. dazu *Mertens* in: KK-AktG, 2. Aufl., 1996, § 104 Rn. 15; *Habersack* in: MünchKomm AktG, 3. Aufl., 2008, § 103 Rn. 31; *Spindler* in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 104 Rn. 21; *Hüffer*, AktG, 9. Aufl., 2010, § 104 Rn. 5.

<sup>59</sup> Vgl. v. *Bülow*, FS Schneider, 2011, S 141, 145; *Krause*, FS Schneider, 2011, S. 669, 694, jeweils m Nachw.

<sup>60</sup> Gesetz über die Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz) v. 12. 8. 2008, BGBl. I, S. 1666.

<sup>61</sup> Für eine wechselseitige Stimmrechtszurechnung unter solchen Umständen OLG München ZIP 2005, 856, 857 als Vorinstanz zu BGHZ 169, 98; *Schneider* in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 19), § 30 WpÜG, Rn. 111; *Schüppen/Walz* in: FrankfurterKomm WpÜG (Fn. 1), § 30 Rn. 82 *Veil/Drinkuth/Strunke/Linke*, Reformbedarf im Übernahmerecht, S. 21 f.; *Louven*, BB 2005, 1414, 1415; *Hammen*, Der Konzern 2009, 18, 19 ff.; ähnl. BegrRegE RisikobegrenzungsG, BT-Drucks. 16/7438, S. 11 rechte Sp.; dezidiert dagegen *Krause*, FS Schneider, 2011, S. 669, 690 ff., 698 f.; zurückhaltend auch v. *Bülow* in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 30 Rn. 273; *ders.*, FS Schneider, 2011, S 141, 150 f.; *Dieckmann* in: Baums/Thoma (Fn. 19), § 30 Rn. 79 f.; *Süßmann* in: Geibel/Süßmann (Fn. 1), 2008, § 30 Rn. 33; *Saenger/Kessler*, ZIP 2006, 837, 840; *Seibt*, ZIP 2004, 1829, 1833; *Weiler/Meyer*, NZG 2003, 909, 911; tendenziell auch der Bericht des Finanzausschusses zum RisikobegrenzungsG, BT-Drucks. 16/9821, S. 11 f., in: dem klargestellt wird, dass eine Abstimmung über Aufsichtsratswahlen mit dem Ziel, eine Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft zu verhindern, kein abgestimmtes Verhalten darstellt; gegen die Annahme eines „acting in: concert“ auch BGHZ 169, 98, 105, Rn. 17; OLG Frankfurt WM 2004, 1638, 1642, allerdings vor Erlass des Risikobegrenzungs-gesetzes.



Verfügt der Großaktionär bereits allein über eine Hauptversammlungsmehrheit, wird das aber nur unter besonderen Umständen der Fall sein.

### **c) Angleichung von Kontrolle an Beherrschungsmöglichkeit?**

#### **aa) Ausgangspunkt**

Angesichts dieses Befundes drängt sich die Frage auf, ob zur Vermeidung von Umgehungen der Bestimmungen über Pflichtangebote durch „kalte Übernahmen“<sup>62</sup>, d.h. den Erwerb einer beherrschenden Einflussmöglichkeit mit Hilfe eines Stimmrechtsanteils unterhalb der formalen Kontrollschwelle von 30 Prozent der Stimmrechte, das Merkmal der Kontrolle so ausgestaltet werden sollte, dass den Stimmrechtsverhältnissen der jeweiligen Zielgesellschaft Rechnung getragen wird. Dafür scheint auf den ersten Blick eine Angleichung an das Merkmal des beherrschenden Einflusses nahe zu liegen. Ebenso wie bei der Beherrschung nach § 17 Abs. 1 AktG, 290 Abs. 1 HGB geht es bei der übernahmerechtlichen Kontrolle um die Möglichkeit, maßgeblichen auf die „geschäftspolitische Ausrichtung“<sup>63</sup> der Gesellschaft einzuwirken. Wegen des Rechts und der Pflicht des Vorstands zur eigenverantwortlichen Leitung der Gesellschaft können Aktionäre mit Hilfe ihres Stimmrechts nur über die Besetzung des Aufsichtsrats auf Besetzung und Verhalten des Vorstands Einfluss nehmen. Da die Wahl der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat mit der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen erfolgt, kommt es für Kontrolle und beherrschenden Einfluss gleichermaßen auf die Hauptversammlungsmehrheit an. In Anbetracht dieser Übereinstimmung von Beherrschungsmöglichkeit und Kontrolle liegt es auf den ersten Blick nahe, Umgehungen der Pflichtangebotsregeln durch „kalte Übernahmen“ auszuschließen, indem man - ebenso wie für die Beherrschungsmöglichkeit nach §§ 17 Abs 1 AktG, 290 Abs. 1 HGB - auch für Kontrolle i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG die Hauptversammlungsmehrheit ausreichen lässt. Im Folgenden soll erörtert werden, wie ein derart erweiterter Kontrolltatbestand ausgestaltet sein könnte (dazu sogleich, bb) und ob eine entsprechende Änderung des Gesetzes empfehlenswert erscheint (dazu unten, cc).

#### **bb) Ausgestaltung eines um die tatsächliche Beherrschungsmöglichkeit erweiterten Kontrollbegriffs**

Ein um die tatsächliche Beherrschungsmöglichkeit erweiterter Kontrollbegriff könnte etwa so ausgestaltet sein, dass - wie bereits nach geltendem Recht - Kontrolle jedenfalls mit einem Stimmrechtsanteil von 30 Prozent verbunden wäre, darüber hinaus aber auch beim Erwerb eines Stimmrechtsanteils vorläge, durch den der Erwerber eine Hauptversammlungsmehrheit

---

<sup>62</sup> So die Terminologie bei *Krause*, FS. Schneider, 2001, S. 669, 671.

<sup>63</sup> BegrRegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 27 linke Sp.

erlangt. Der Erwerber eine Hauptversammlungsmehrheit müsste daher nach § 35 WpÜG ein Pflichtangebot für die Aktionäre der Zielgesellschaft stellen. Ein auf den Erwerb einer Hauptversammlungsmehrheit gerichtetes Angebot wäre ein Übernahmeangebot i.S.v. § 29 WpÜG. Dabei wäre der Erwerb einer Hauptversammlungsmehrheit nur für Stimmrechtsanteile von weniger als 30% von Bedeutung.

Denkbar wäre aber auch, gänzlich auf eine feste Stimmrechtsschwelle zu verzichten und Kontrolle einheitlich als Mehrheit der Stimmrechte in der Hauptversammlung zu definieren. Bei einer solchen Ausgestaltung des Merkmals „Kontrolle“ würde allein auf die tatsächliche Einflussmöglichkeit des Bieters abgestellt.

Der wohl wesentlichste Unterschied zwischen dem geltenden und einem an der Hauptversammlungspräsenz orientierten Kontrollbegriff bestünde in den unterschiedlichen Anforderungen an den Nachweis der jeweiligen Tatbestandsvoraussetzungen. Das Überschreiten der 30%-Schwelle ist schon deswegen regelmäßig leichter erkennbar als das Erreichen einer Hauptversammlungsmehrheit, weil deren Höhe nicht durch einen festen Grenzwert gekennzeichnet ist. Zwar kann auch die Feststellung Schwierigkeiten bereiten, ob ein Bieter die Schwelle von 30 Prozent der Stimmrechte erreicht. Insbesondere der Zurechnungstatbestand des abgestimmten Verhaltens kann hierbei Anlass zu Zweifeln geben. Dabei handelt es sich aber um Ausnahmefälle, deren Eintritt vom Verhalten des Bieters oder ihm zuzurechnender Personen abhängt, so dass etwaige Zweifel am Kontrollwerb ihn in aller Regel nicht unzumutbar belasten. Demgegenüber können Hauptversammlungspräsenzen und dementsprechend auch der für eine Hauptversammlungsmehrheit erforderliche Stimmrechtsanteil nicht nur von Jahr zu Jahr, sondern unter Umständen sogar von Beschlussfassung zu Beschlussfassung variieren, so dass es jedenfalls einer gesetzlichen Regelung über die maßgebliche Präsenz(en), ihre Feststellung und Offenlegung bedürfte.

Bereits vor der Zulassung neuer, nicht präsenzgebundener Abstimmungsmöglichkeiten durch das ARUG<sup>64</sup> konnte sich die Hauptversammlungspräsenz im Laufe der Hauptversammlung ändern, so dass insbesondere für den Einsatz der Subtraktionsmethode der Stimmenzählung eine ständige Aktualisierung der Präsenzliste erforderlich war<sup>65</sup>. Schwankungen der Präsenz infolge wechselnder Teilnahme von Aktionären an der Beschlussfassung dürften durch die Einführung der Möglichkeit der Online-Teilnahme nach § 118 Abs. 1 Satz 2 AktG zunehmen.

---

<sup>64</sup> Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie v. 30. Juli 2009, BGBl. I, S. 2479.

<sup>65</sup> Vgl. *Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 5. Aufl., 2011, Rn. E 110 sowie Rn. C 67 für den Fall der Nutzung des Teilnehmerverzeichnisse als Präsenzliste; *Volhard* in: MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2004, § 133 Rn. 26.

Erst recht können die Erleichterungen der Stimmabgabe durch Zulassung der elektronischen Briefwahl dazu beitragen, dass sich der Prozentsatz der ihr Stimmrecht ausübenden Aktionäre von Beschlussgegenstand zu Beschlussgegenstand ändert. Wie der Wortlaut des § 118 Abs. 2 AktG („...ohne an der Versammlung teilzunehmen...“) und ein Vergleich mit dem Wortlaut des § 118 Abs. 1 Satz 2 AktG zeigen, nehmen zwar Aktionäre, die von der Möglichkeit einer solchen Briefwahl Gebrauch machen, nicht an der Hauptversammlung teil. Für die im vorliegenden Zusammenhang entscheidende Frage, welcher Stimmrechtsanteil eine Hauptversammlungsmehrheit darstellt, mit deren Hilfe ein Aktionär dafür sorgen kann, dass maßgebliche Beschlüsse in seinem Sinne gefasst werden, kommt es aber nicht nur auf die an der Hauptversammlung anwesenden, sondern auch auf diejenigen Aktionäre an, die trotz Abwesenheit an der Beschlussfassung teilnehmen, also auf das insgesamt vertretene stimmberechtigte Kapital.

Wenn die Bestimmungen über Übernahme- und Pflichtangebote bereits beim Erwerb einer Hauptversammlungsmehrheit eingreifen sollten, müssten zunächst die maßgebliche Bezugsgröße für die Mehrheitsfeststellung gesetzlich festgelegt werden. Wegen der gravierenden Folgen eines Kontrollerwerbs, namentlich der Pflicht, allen Aktionären der Zielgesellschaft ein Angebot auf Erwerb ihrer Aktien zu unterbreiten, und dem daraus folgenden und vom Gesetzgeber des WpÜG auch anerkannten Bedürfnis des Bieters nach Planungssicherheit, müsste diese Bezugsgröße so ausgestaltet sein, dass ein Kontrollerwerb für den Bieter bereits im Vorfeld eines Aktienerwerbs ohne Weiteres erkennbar wäre.

Dabei wäre zunächst zu entscheiden, wo genau die Grenze zur Kontrolle kraft Hauptversammlungsmehrheit verlaufen sollte. In Betracht kämen die Hauptversammlungspräsenz als Durchschnittswert des bei allen Beschlüssen vertretenen stimmberechtigten Kapitals<sup>66</sup>, die niedrigste auf der jeweiligen Hauptversammlung festgestellte Präsenz<sup>67</sup> oder nur die bei bestimmten Beschlüssen abgegebenen Stimmen in Betracht. Da es bei Kontrolle - ebenso wie bei Beherrschung - um den Einfluss von Aktionären auf die Geschäftsleitung geht, der nur mittelbar über Personalentscheidungen ausgeübt werden kann, liegt es nahe, als maßgeblichen Beschlussgegenstand auf die Wahl der Anteilseignervertreter zum Aufsichtsrat abzustellen. Eine etwaige geringere Präsenz bei anderen, für die Ausübung von Einfluss auf die Geschäftsleitung unerheblichen Beschlüssen, sagt über das mit einer Beteiligung verbundene Einflusspotential nichts aus. Umgekehrt folgt aus einer höheren Präsenz bei grundlegenden Beschlüssen, etwa über eine Verschmelzung oder eine Holzmüller-Maßnahme, nicht ohne Weiteres, dass ein Aktionär für die Besetzung des Aufsichtsrats mit Personen seines Vertrauens einen

---

<sup>66</sup> So zu § 9 Satz 2 Nr. 2 AngebVO *Baums/Hecker* in: *Baums/Thoma* (Fn. 19), § 37 Rn. 109.

<sup>67</sup> So zu § 9 Satz 2 Nr. 2 AngebVO *Versteegen* in: *KK-WpÜG* (Fn. 1), § 37 Anh.-§ 9 AngebVO Rn. 45.

ebenso hohen Stimmrechtsanteil benötigen würde wie für die Entscheidung über derartige Maßnahmen.

Darüber hinaus müsste die Offenlegung der maßgeblichen Hauptversammlungspräsenz durch die Gesellschaft gewährleistet sein. Dafür dürfte die nach § 130 Abs 2 Satz 2 Nr. 3, Abs. 6 AktG für börsennotierte Aktiengesellschaften vorgeschriebene Veröffentlichung der Zahl der für einen Beschluss abgegebenen Stimmen, Gegenstimmen und gegebenenfalls Enthaltungen ausreichen. Die Erleichterungen nach § 130 Abs. 2 Satz 3 AktG müssten allerdings für die Aufsichtsratswahl ausgeschlossen werden. Da die Feststellungen zu dem bei diesen Wahlen vertretenen stimmberechtigten Kapital über die Pflicht zur Abgabe eines Angebots nach § 35 WpÜG entscheiden könnten, wäre zudem zu erwägen, Aktionären das Recht einzuräumen, gegen eine nach ihrer Ansicht unzutreffende Feststellung des Versammlungsleiters Widerspruch einzulegen und eine Überprüfung der Präsenzfeststellung zu verlangen.

Das Gesetz müsste weiterhin den maßgeblichen Zeitraum für die Feststellung der Mehrheitsverhältnisse bestimmen. Da beim Erwerb einer Beteiligung, die möglicherweise eine Hauptversammlungsmehrheit darstellt, die Präsenzen und Beschlussteilnahmequoten künftiger Hauptversammlungen nicht feststehen, käme nur eine Anknüpfung an Vergangenheitswerte in Betracht. Dabei hätte eine Orientierung an den Werten der letzten Hauptversammlung vor dem Erwerbsvorgang zwar den Vorteil der Aktualität, würde aber andererseits die Gefahr in sich bergen, dass außergewöhnliche und für die Zukunft nicht wieder zu erwartende Ausschläge nach oben oder unten über das Vorliegen von Kontrolle entschieden. Das zuletzt genannte Bedenken hält der Verordnungsgeber offenbar für so gewichtig, dass § 9 Satz 2 Nr. 2 AngebVO für die Befreiung vom Pflichtangebot wegen voraussichtlichen Fehlens einer Hauptversammlungsmehrheit auf den Durchschnittswert der zurückliegenden drei ordentlichen Hauptversammlungen abstellt. Selbst dabei lässt sich allerdings nicht immer ausschließen, dass außergewöhnliche Ausschläge in der Präsenz in einem der in die Betrachtung einbezogenen Jahre den Durchschnitt verfälschen<sup>68</sup>. Im Interesse des Schutzes des Bieters vor einer durch Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft nicht gebotenen Pflicht zur Abgabe eines

---

<sup>68</sup> Vgl. etwa das Beispiel der Infineon AG: Die Durchschnittspräsenz der zurückliegenden drei Hauptversammlungen liegt bei 49,47%. Dieser Durchschnitt liegt wegen der geringen Präsenz des Jahres 2009 (45,09%) unter den Präsenzen in jedem anderen Jahr des Untersuchungszeitraums. Orientierte man sich an diesem Durchschnittswert, hätte ein Erwerber bereits mit einem Stimmrechtsanteil von 24,74% Kontrolle, obwohl dieser Stimmrechtsanteil in keinem Jahr außer 2009 eine Hauptversammlungsmehrheit dargestellt hätte. Der Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2008 lag demgegenüber bei 55,68%. Er ist wegen der außergewöhnlich hohen Präsenz von 60,02% im Jahr 2008 höher als die Präsenz in jedem der anderen Jahre des Untersuchungszeitraums. Orientierte man sich an diesem Durchschnittswert, hätte ein Erwerber erst mit einem Stimmrechtsanteil von 27,84% Kontrolle, obwohl in jedem Jahr außer 2008 bereits ein geringerer Stimmrechtsanteil für eine Hauptversammlungsmehrheit ausgereicht hätte.

Angebotes könnte statt dessen gefordert werden, dass die Beteiligung des Bieters auf jeder der vergangenen drei Hauptversammlungen einer Stimmrechtsmehrheit repräsentiert hätte. Das entspräche der Regelung des § 22 öÜbG in der bis zum Übernahmerechtsänderungsgesetz 2006 geltenden Fassung, der die Vermutung, dass eine Beteiligung von mindestens 20 und höchstens 30 Prozent Kontrolle darstelle, daran knüpfte, dass die Beteiligung auf jeder der drei letzten zurückliegenden Hauptversammlungen mehr als die Hälfte der anwesenden oder vertretenen Stimmrechte dargestellt hätte; das würde verhindern, dass der Bieter ein Pflichtangebot abgeben müsste, obwohl angesichts kontinuierlich steigender Hauptversammlungspräsenzen nicht zu erwarten wäre, dass ihm seine Beteiligung auf der nächsten Hauptversammlung eine Stimmrechtsmehrheit vermitteln würde.

Außer im Hinblick auf die Feststellung der Voraussetzungen des jeweiligen Kontrolltatbestandes müsste das Gesetz schließlich auch hinsichtlich der Möglichkeit einer Befreiung vom Pflichtangebot unterschiedliche Regelungen für Fälle der formalen Kontrolle und der Kontrolle kraft Hauptversammlungsmehrheit vorsehen. Formale Kontrolle durch Erreichen oder Überschreiten der 30 Prozent-Stimmrechtschwelle ist unabhängig von dem Einfluss, der damit im Einzelfall verbunden ist. Es handelt sich um einen abstrakt-typisierenden Tatbestand, der auch Fälle erfassen kann, in denen mit dem Stimmrechtsanteil tatsächlich kein maßgeblicher Einfluss verbunden ist. Für diese Fälle sehen § 37 Abs. 1 Var. 4 und 5 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 2 Nrn. 1 und 2 AngebVO die Möglichkeit einer Befreiung von der Pflicht zur Abgabe eines Angebots vor. Vergleichbare Befreiungsmöglichkeiten würden für den Fall der Kontrolle kraft Hauptversammlungsmehrheit von vornherein ausscheiden, denn hier würde die Kontrolle gerade darauf beruhen, dass ein Stimmrechtsanteil von weniger als 30 Prozent aufgrund der konkreten Stimmrechtsverhältnisse der Zielgesellschaft tatsächlich die Ausübung von Kontrolle ermöglicht. Andererseits würden im Hinblick auf Kontrolle kraft Hauptversammlungsmehrheit Fälle des passiven Kontrollerwerbs eine weitaus größere Bedeutung erlangen als unter Geltung des formalen Kontrollbegriffs, wo es zu einem passiven Kontrollerwerb nur in Ausnahmefällen wie etwa durch das vorübergehende Aufleben des Stimmrechts aus Vorzugsaktien<sup>69</sup>, eine Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien<sup>70</sup> oder - nach umstrittener Auffassung - durch den Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft<sup>71</sup> kommen kann.

---

<sup>69</sup> Vgl. dazu etwa *Versteegen* in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 35 Rn. 96.

<sup>70</sup> Vgl. *Versteegen* in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 35 Rn. 95

<sup>71</sup> *Berrar/Schnorbus*, ZGR 2003, 59, 87 ff.; *Fleischer/Körber*, BB 2001, 2589, 2593 f.; *Harbarth*, ZIP 2002, 321, 326 f.; *Koch*, ZIP 2008, 1260 ff.; *Cahn/Senger*, FB 2002, 277, 290; a.A. *Baums/Hecker* in: *Baums Thoma* (Fn. 19), § 35 Rn. 52 ff.; *Ekkenga/Schulz* in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler* (Fn. 2), § 35 Rn. 24; *Versteegen* in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 35 Rn. 99; *Steinmeyer* in: *Steinmeyer/Häger* (Fn. 2), § 35 Rn. 60; *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Fn. 19), § 35 Rn. 117; *Schlitt/Ries* in: Münch-

Demgegenüber bestünde angesichts der Schwankungen der Hauptversammlungspräsenzen für Inhaber großer Stimmrechtsanteile jedes Jahr die Gefahr, dass sie ohne eigenes Zutun über eine Hauptversammlungsmehrheit und damit über Kontrolle verfügen würden und, sofern der Katalog der Befreiungstatbestände nicht erweitert würde, den anderen Aktionären ein Pflichtangebot unterbreiten müssten.

### **cc) Bewertung**

Der formale Kontrollbegriff des § 29 Abs. 2 WpÜG erfasst einerseits Fälle, in denen es an maßgeblichem Einfluss des Bieters fehlt, während andererseits Fälle ausgeklammert bleiben, in denen ein solcher Einfluss ausgeübt werden kann (vgl. oben, IV. 1.) Diese Schwächen scheint ein Kontrollbegriff zu vermeiden, der sich an der im Einzelfall tatsächlich bestehenden Beherrschungsmöglichkeit kraft Hauptversammlungsmehrheit orientiert und damit nur die Fälle - sie aber auch vollständig - erfasst, in denen die Aktionäre der Zielgesellschaft Gefahr laufen, durch einen Aktionär majorisiert zu werden und jeden Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft zu verlieren.

Bei näherem Hinsehen zeigen sich indessen Schwächen eines solchen Kontrollbegriffs. Besonders deutlich wird das bei den soeben erwähnten Fällen des passiven Kontrollerwerbs. Anders als nach geltendem Recht würde es sich dabei nicht um Ausnahmen handeln, bei denen die Möglichkeit einer Befreiung vom Pflichtangebot ausreichen würde, um unzumutbare Belastungen des Bieters zu vermeiden. In Anbetracht der erheblichen Schwankungen der Präsenzen müsste ein erheblich beteiligter Aktionär vielmehr jährlich damit rechnen, mit seinen Stimmrechten die Hauptversammlungsmehrheit zu stellen. Noch weitaus bedenklicher wäre aber, dass die anderen Aktionäre einem Großaktionär durch gezieltes Fernbleiben von der Hauptversammlung die Stimmrechtsmehrheit aufdrängen könnten, um ihn dadurch zur Abgabe eines Angebots zu zwingen. Der Großaktionär könnte dem zwar vorbeugen, indem er seinerseits nicht an der Hauptversammlung teilnähme. Eine Regelung, die allen Beteiligten Anreize für eine solche Flucht aus der Hauptversammlung gäbe, ließe sich aber schwerlich mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Ziel vereinbaren, für eine stärkere Wahrnehmung der Aktionärsrechte und eine Erhöhung der Hauptversammlungspräsenzen zu sorgen. Damit man solche dysfunktionalen Konsequenzen vermieden würden, dürfte ein an der Hauptversammlungsmehrheit orientierter Kontrollbegriff auf Fälle des passiven Kontrollerwerbs infolge des Absinkens der Hauptversammlungspräsenz von vornherein keine Anwendung finden. Wollte man insoweit nicht hinter den Aktionärsschutz des geltenden Rechts zurückfallen, käme die

---

Komm AktG (Fn. 1), § 35 WpÜG Rn. 87; Meyer in: Geibel/Süßmann (Fn. 1), § 35 Rn. 34; Hommelhoff/Witt in: FrankfurterKomm WpÜG (Fn. 1), § 35 Rn. 40.

Beherrschungsmöglichkeit kraft Hauptversammlungsmehrheit jedenfalls nicht als ausschließliche Grundlage für die Bestimmung von Kontrolle in Betracht; vielmehr müsste daneben weiterhin der formale Kontrollbegriff des geltenden Rechts Anwendung finden. Anderenfalls blieben Fälle von vornherein aus dem Übernahme- und Pflichtangebotsregime ausgeklammert, in denen eine Beteiligung von mehr als 30 Prozent der Stimmrechte wegen in der Vergangenheit hoher Hauptversammlungspräsenzen zwar zur Zeit des Erwerbs keine Hauptversammlungsmehrheit darstellen, wegen späteren Absinkens der Präsenzen ihrem Inhaber aber nachträglich die Möglichkeit vermitteln, beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft auszuüben.

Im Übrigen müsste bedacht werden, ob die Beherrschungsmöglichkeit kraft Hauptversammlungsmehrheit auf Fälle des aktiven Kontrollerwerbs durch den Bieter beschränkt bleiben oder für auch bestimmte Fälle des sog. passiven Kontrollerwerbs gelten sollte. Der bis zum Übernahmerechtsänderungsgesetz 2006 in Österreich geltende materielle Kontrollbegriff des § 22 öÜbG a.F. wurde gerade deswegen zugunsten einer § 29 Abs. 2 WpÜG entsprechenden formalen Kontrollschwelle aufgegeben, weil für Bieter nicht vorhersehbar war, ob die von ihnen erworbene Beteiligung an einer Zielgesellschaft ohne ihr Zutun zu einer Hauptversammlungsmehrheit werden könnte<sup>72</sup>. Bei Licht besehen ist aber die Problematik des passiven Kontrollerwerbs nicht von der Höhe des jeweiligen Schwellenwerts abhängig. Auch unter Geltung des formalen Kontrollbegriffs kann ein Bieter ohne eigenes Zutun Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangen, wenn die Überschreitung der Kontrollschwelle auf dem Erwerb eines Dritten beruht, dessen Stimmrechte dem Bieter zugerechnet werden, der beim entscheidenden Erwerb aber ohne Wissen des Bieters handelt. Hier kommt auch nach geltendem Recht allein eine Befreiung des Bieters nach § 37 WpÜG von der Pflicht zu Abgabe eines Angebots in Betracht<sup>73</sup>. Ob der maßgebliche Schwellenwert 30 Prozent der Stimmrechte beträgt oder sich nach dem Durchschnitt des auf den zurückliegenden drei Hauptversammlungen der Zielgesellschaft vertretenen stimmberechtigten Kapitals, der niedrigsten Stimmrechtspräsenz auf einer der zurückliegenden drei Hauptversammlungen oder einer anderen Referenzgröße bestimmt, ist unter dem Blickwinkel der Planungssicherheit unerheblich, solange die maßgebliche Referenzgröße nur klar festgelegt und die maßgeblichen Daten ohne Weiteres zugänglich ist. Eine gesetzliche Regelung, nach der Kontrolle auch unterhalb der Schwelle von 30 Prozent durch einen Stimmrechtsanteil begründet wird, der auf der Grundlage von Vergangenheitswerten voraussichtlich eine Hauptversammlungsmehrheit darstellt, müsste daher eine

---

<sup>72</sup> Vgl. *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 247, 248 f.

<sup>73</sup> Vgl. *Versteegen* in: KK-WpÜG (Fn. 1), § 37 Rn. 36 f. m. Nachw. zum Meinungsstand.

Ausnahme lediglich für den Fall vorsehen, dass der Stimmrechtsanteil des Bieters durch Absinken der maßgeblichen Hauptversammlungspräsenz zur Hauptversammlungsmehrheit wird. Ein an Hauptversammlungspräsenzen orientierter Kontrollbegriff beruht auf der Annahme, dass vergangene Hauptversammlungspräsenzen einen Schluss auf künftige Präsenzen und Mehrheitsverhältnisse erlauben. Die Berechtigung eines solchen Schlusses ist jedoch alles andere als selbstverständlich. Einerseits kann die Präsenz durch Erwerb bedeutender Beteiligungen steigen, wenn der potentielle Bieter seine Anteile von passiven Aktionären erwirbt, die bislang auf der Hauptversammlung nicht vertreten waren. Andererseits kann Dominanz eines Aktionärs die übrigen Kleinaktionäre von einer Teilnahme an der Hauptversammlung abhalten, weil sie ihre ohnehin geringen Einflussmöglichkeiten weiter schwinden sehen. Soweit der Bieter seine Aktien von Aktionären erwirbt, die an der Hauptversammlung teilgenommen haben, wird dieser Rückgang auch nicht durch die Stimmrechte des Bieters kompensiert. Letztlich lässt sich Entwicklung der Präsenz also nicht vorhersagen. Ein entscheidender Einwand gegen eine an früheren Hauptversammlungspräsenzen orientierten Kontrollbegriff und ein Argument für die Überlegenheit des formalen Kontrollbegriffs des geltenden Rechts folgt daraus indessen nicht. Der formale Kontrollbegriff ist nur deswegen nicht mit den unvermeidlichen Schwächen einer Projektion von Vergangenheitswerten in die Zukunft behaftet, weil er so stark von den Verhältnissen der einzelnen Gesellschaft abstrahiert, dass ein Bezug zu den dort zu erwartenden Mehrheitsverhältnissen von vornherein nicht besteht. Eine Orientierung an früheren Hauptversammlungspräsenzen böte zwar keine Garantie für Treffsicherheit, es spricht aber doch einiges dafür, dass sie immerhin zielgenauer wäre als die 30 Prozent-Schwelle.

Eine Ergänzung des formalen Kontrollbegriffs des geltenden Rechts durch einen an Hauptversammlungspräsenzen orientierten Kontrollbegriff wäre schließlich nicht mit den Vorgaben der Übernahmerichtlinie unvereinbar. Zwar heißt es in Art. 5 Abs. 3 der Richtlinie, dass der prozentuale Anteil der Stimmrechte, der eine Kontrolle nach Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie begründet, und die Art seiner Berechnung sich nach den Vorschriften des Mitgliedstaats richtet, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat. Die Richtlinie verlangt indessen nicht, dass ein fester, ziffernmäßig für alle Fälle einheitlicher Prozentsatz festgelegt wird. Mit der Richtlinie vereinbar wäre vielmehr auch ein Prozentsatz, der sich auf eine oder mehrere Präsenz(en) der einzelnen Gesellschaft bezieht, solange nur die Grenze für den Bieter vorab erkennbar ist.



## **VI. Fazit**

Das WpÜG setzt die Kontrollschwelle bei 30 Prozent der Stimmrechte an, weil ein solcher Stimmrechtsanteil seinem Inhaber nach Einschätzung des Gesetzgebers regelmäßig eine Stimmrechtsmehrheit in der Hauptversammlung einer börsennotierten Gesellschaft vermittelt. Eine solche Hauptversammlungsmehrheit stellt zugleich eine hinreichende Grundlage für die Möglichkeit dar, beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben. Da zwischen Kontrolle und Beherrschungsmöglichkeit in der Sache keine qualitativen Unterschiede bestehen, wäre es folgerichtig, die Beherrschungsmöglichkeit bei börsennotierten Gesellschaften ebenfalls bei 30 Prozent zu vermuten. Ein solches Absenken der Schwelle für die Beherrschungsvermutung bei börsennotierten Gesellschaften würde die gegenwärtig bestehende Diskrepanz zwischen Gesellschaftsrecht und Übernahmerecht beseitigen und sich in die Entwicklung eines Sondergesellschaftsrechts für die börsennotierte AG einfügen.

Die Präsenzen in den Hauptversammlungen deutscher börsennotierter Gesellschaften sind höchst unterschiedlich. Bei einem nicht unerheblichen Anteil dieser Gesellschaften liegt die beständig unterhalb von 60 Prozent, so dass bereits ein Stimmrechtsanteil von weniger als 30 Prozent seinem Inhaber eine verlässliche Hauptversammlungsmehrheit und damit die Möglichkeit vermitteln würde, beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben. Das formale, von den Verhältnissen der einzelnen Gesellschaft abstrahierende Merkmal der Kontrolle i.S.v. § 30 Abs. 2 WpÜG wäre jedoch in solchen Fällen nicht erfüllt. Das Gesetz nimmt damit in Kauf, dass bei Gesellschaften mit geringer Hauptversammlungspräsenz gezielt Beherrschungspositionen aufgebaut werden, ohne dass den außenstehenden Aktionären ein Übernahme- oder Pflichtangebot unterbreitet werden müsste. Der Spielraum für solche Strategien könnte durch eine Ergänzung des formalen Kontrollbegriffs des geltenden Rechts um einen an den Hauptversammlungspräsenzen der einzelnen Gesellschaft orientierten materiellen Kontrollbegriff eingeschränkt werden, ohne das legitime Interesse des Bieters an Planungssicherheit zu beeinträchtigen.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                    Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                    Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                   Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards                The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                    Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan  
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung  
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?  
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay  
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?  
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie  
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/  
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts  
(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/  
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von  
Hauptversammlungsbeschlüssen  
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-  
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO  
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/  
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten  
Anstellungsverhältnissen  
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525 ff.)
- 76 Andreas Cahn/  
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe  
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/  
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project  
(publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.],  
*Perspectives in Company Law and Financial Regulation.  
Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, 2009, S. 5 ff.)
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in: *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)



- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?
- 82 Günther M. Bredow/  
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze  
(publ. in: BKR 2008, 271 ff.)
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts  
(publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff.)
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)  
(publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)
- 86 James D. Cox,  
Randall S. Thomas,  
Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs :  
An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
- 87 Michael Bradley,  
James D. Cox,  
Mitu Gulati The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes :  
Lessons from the Sovereign Debt Market
- 88 Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda  
(publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes  
(publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems  
(publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)

- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
- 94 Ulrich Seibert, Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf (publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
- 97 Theodor Baums, Maike Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag (publ. in: ZHR 173 (2009), 454 ff.)
- 98 Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH (publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
- 99 Melanie Döge, Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz (publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
- 101 Nicole Campbell, Henny Mächler Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
- 102 Brad Gans Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
- 103 Arbeitskreis „Unternehmerische Mitbestimmung“ Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften (publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)

- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG  
(publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz  
(publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)
- 107 Matthias Döll „Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
- 108 Kenneth E. Scott Lessons from the Crisis
- 109 Guido Ferrarini Understanding Director’s Pay in Europe:  
Niamh Moloney A Comparative and Empirical Analysis  
Maria Cristina Ungureanu
- 110 Fabio Recine The new financial stability architecture in the EU  
Pedro Gustavo Teixeira
- 111 Theodor Baums Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters  
(publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
- 112 Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat  
(publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
- 113 Theodor Baums The electronic exchange of information and respect for  
Thierry Bonneau private life, banking secrecy and the free internal market  
André Prüm
- 114 Tim Florstedt Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung  
(publ. in: Z IP 2010, S. 761 ff.)
- 115 Tim Florstedt Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der  
Finanzmarktkrise  
(publ. in: AG 2010, S. 315 ff.)
- 116 Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The  
need for an international instrument on the private law  
framework for netting
- 117 Andreas Cahn Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum  
Stefan Simon Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity  
Rüdiger Theiselmann Swap
- 118 Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht

- 119 Theodor Baums Managerhaftung und Verjährungsfrist
- 120 Stefan Jobst Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei
- 121 Theodor Baums Das preußische Schuldverschreibungsgesetz von 1833
- 122 Theodor Baums *Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht (publ. in: ZIP 2010, S. 2374 ff)
- 123 Theodor Baums Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung (publ. in: ZHR 2011, S. 160 ff.)
- 124 Theodor Baums Agio und sonstige Zuzahlungen im Aktienrecht
- 125 Yuji Ito Das japanische Gesellschaftsrecht - Entwicklungen und Eigentümlichkeiten
- 126 Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law
- 127 Nikolaus Bunting Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der Prüfungspraxis - Eine kritische Betrachtung des IDW PS 340 -

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

PROF. DR. THEODOR BAUMS  
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT  
CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1  
D-60323 FRANKFURT AM MAIN  
TEL: +49 (0)69 / 798-33753  
FAX: +49 (0)69 / 798-33929

[WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://WWW.ILF-FRANKFURT.DE)



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN