

Beteiligung an Gesellschaften, Beteiligungstransparenz und administrative Anteilseignerkontrolle in Deutschland

Prof. Dr. Horst Hammen

I. Gesetzliche Beteiligungsregulierung

Anknüpfend an meine in Korea publizierten Aufsätze „Börsengang von Börsenorganisationen, Eingrenzung der Einflußnahme aktivistischer Investoren auf den Börsenbetreiber und Vermeidung von Interessenkonflikten“¹ und „Regulierung des Erwerbs von Unternehmensbeteiligungen durch Staatsfonds“² ist es der Zweck dieses Beitrags, einen mit Beispielen erläuterten Überblick über gesetzliche Vorschriften des deutschen Rechts zu geben, die Beteiligungen an Gesellschaften regulieren. Der Beitrag beginnt mit einem Blick auf Bestimmungen, die den grundsätzlich unbegrenzt möglichen Erwerb von Anteilen einer Gesellschaft einschränken. In einem zweiten Kapitel geht es dann um die sich an einen Beteiligungserwerb anschließende Beteiligungspublizität. Das dritte Kapitel beschäftigt sich mit behördlichen Maßnahmen gegen geplanten oder bestehenden Anteilsbesitz zum Schutz eines funktionsfähigen Wettbewerbs, der öffentlichen Sicherheit, der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors und des Finanzwesens vor systemischen Risiken.

II. Beteiligung an Gesellschaften und beteiligungsbeschränkende Gesetze

Der Rechtsnatur einer jeden Gesellschaft ist es eigen, daß an ihnen natürliche Personen oder juristische Personen beteiligt sind. Bei Personengesellschaften müssen immer mindestens zwei Gesellschafter vorhanden sein; Kapitalgesellschaften können auch in der Form der Ein-Personen-Gesellschaft betrieben werden (§§ 2 AktG, 1 GmbH). Gesellschaften, an denen keine andere Person beteiligt ist, weil die Gesellschaft alle Anteile an sich selbst erworben hat (sog. Kein-Mann-GmbH)³, soll es nach verbreiteter Auffassung nicht geben.⁴ Die Beteiligung an Gesellschaften gleich welcher Art steht nach dem Prinzip der Privatautonomie grundsätzlich jedermann offen. Diese Autonomie kann der Gesetzgeber keineswegs ohne weiteres einschränken, weil der Erwerb von Beteiligungen vielfach der wirtschaftlichen

¹ Commercial Law Review, vol. 26 no. 4 (2008), S. 9 ff.

² Ajou Law Review, vol. 3-1 (2009), S. 9 ff.

³ Bei der Aktiengesellschaft ist das von vorneherein unmöglich (§§ 71 ff. AktG). Zum Erwerb eigener Geschäftsanteile durch eine GmbH vgl. § 33 GmbHG.

⁴ Lutter/Hommelhoff/Kleindiek, GmbHG, 17. Aufl. 2009, § 60 Rn. 24.

Betätigungsfreiheit der Marktteilnehmer unterfällt, die durch das Grundrecht der Berufsfreiheit (Art. 12 Abs. 1 GG) geschützt wird. Beteiligungsbeschränkende Regelungen bedürfen folglich einer verfassungsrechtlichen Rechtfertigung, weshalb sie im deutschen Recht nur in Randbereichen vorkommen. So dürfen sich an einer anerkannten Wirtschaftsprüfergesellschaft in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft mehrheitlich nur Berufsträger beteiligen (§ 28 Abs. 4 des Gesetzes über eine Berufsordnung für Wirtschaftsprüfer). An einer Europäischen Aktiengesellschaft können anfänglich, nämlich bei ihrer Gründung, nur Gesellschaften und juristische Personen des öffentlichen oder privaten Rechts, also keine natürlichen Personen, beteiligt sein (Art. 2 der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft [SE]).

Bewegliche Grenzen für den Beteiligungsaufbau gibt es für Kreditinstitute, für Kapitalanlagegesellschaften, für Wagniskapitalgesellschaften und für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften. Beispielsweise dürfen Einlagenkreditinstitute (§ 1 Abs. 3 d KWG) an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors keine qualifizierte Beteiligung (mindestens 10 % des Kapitals oder der Stimmrechte, § 1 Abs. 15 KWG) halten, deren Anteil am Nennkapital (§ 10 a Abs. 2 a S. 2 Nr. 4 KWG) dieses Unternehmens dem Betrage nach 15 % des haftenden Eigenkapitals (§ 10 Abs. 2 S. 2 KWG) des Instituts übersteigt (§ 12 Abs. 1 S. 1 KWG).⁵ Diese Regelung soll illiquide Aktiva begrenzen. Nach der Begründung der EG-Kommission zur 2. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie 89/646/EG, die der Vorschrift in § 12 Abs. 1 S. 1 KWG zugrunde liegt, sollen Beteiligungen an Nichtbankunternehmen eine Ansteckungsgefahr für die Solidität des Kreditinstituts in sich bergen können.⁶ § 12 KWG ist dazu bestimmt, durch Verteilung von Risiken aus dem Beteiligungsbesitz die Solidität der Institute zu gewährleisten. Hervorzuheben bleibt indes, daß die in § 12 KWG gezogenen Grenzen für den Anteilsbesitz sämtlich im Verhältnis zum Eigenkapital des Kreditinstituts, nicht hingegen zum Kapital des Beteiligungsunternehmens gezogen werden. Hiernach sind 100 %-Beteiligungen an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ohne weiteres zulässig.⁷ Auf derselben Ebene angesiedelt ist die Bestimmung in § 52 Nr. 1 des Investmentgesetzes, nach welcher eine Kapitalanlagegesellschaft (Investmentgesellschaft) nur bis zu 10 % des Wertes des Sondervermögens in Aktien eines Unternehmens anlegen darf, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen sind. Genauso verhält es sich mit § 9 Abs. 5 des

⁵ E-Geld-Institute dürfen grundsätzlich überhaupt keine Beteiligung an einem anderen Unternehmen halten (§ 12 Abs. 3 KWG).

⁶ Reischauer/Kleinhans, KWG, Erg.-Lfg. 3/04, § 12 Rn. 2.

⁷ Hammen ZHR 160 (1996), S. 133, 149.

Wagniskapitalbeteiligungsgesetzes (WKBG), nach dem der Anteil der Beteiligung einer Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft⁸ an einer Zielgesellschaft 40 % des Gesamtwerts des von der Beteiligungsgesellschaft insgesamt verwalteten Vermögens nicht übersteigen darf. Ebenfalls der Risikobegrenzung dient die Bestimmung in § 4 des Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetzes (UBGG), wonach eine Unternehmensbeteiligungsgesellschaft⁹ eine Unternehmensbeteiligung (§ 1 a Abs. 3 UBGG) an einem Unternehmen nur erwerben darf, soweit diese Beteiligung 30 % der Bilanzsumme der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nicht übersteigt.

In der Europäischen Union werden der grenzüberschreitende Beteiligungserwerb und der Anteilsbesitz durch den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) und zu Teilen auch durch das europäische Richtlinienrecht gewährleistet. Die Niederlassungsfreiheit und die Kapitalverkehrsfreiheit, die in Art. 49, 54, 55, 63 AEUV garantiert sind, erlauben es Investoren, Tochtergesellschaften in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union zu gründen oder sich an einer bereits bestehenden Gesellschaft in einem anderen Mitgliedstaat zu beteiligen, gleich welchen Umfang die Investition hat.¹⁰ Für den Bereich der Versicherungswirtschaft hat der Europäische Gerichtshof unter Berufung auf das europäische Richtlinienrecht und auf den Gedanken einer Verhinderung von Wettbewerbsverzerrungen geurteilt, daß die Mitgliedstaaten ihren Versicherungsunternehmen auch den Beteiligungserwerb in ihrem Heimatland nicht verbieten dürfen.¹¹

III. Beteiligungstransparenz und Beteiligungspublizität

Das Recht, sich an einer Gesellschaft zu beteiligen, weist nicht nur Bezüge zu dem Grundrecht der Berufsfreiheit, sondern auch zu dem Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung als Ausprägung des durch Art. 2 GG geschützten Persönlichkeitsrechts auf. Dieses Recht beinhaltet die Befugnis des einzelnen, selbst über die Preisgabe seiner persönlichen Daten zu bestimmen und es umfaßt auch die Informationen über die

⁸ Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften sind als solche staatlich anerkannte Gesellschaften, die Eigenkapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften, welche nicht älter als zehn Jahre sind und die ein Eigenkapital von nicht mehr als 20 Millionen Euro aufweisen (§ 2 WKBG). Zu dem neuen WKBG vgl. Friedl WM 2009, 1828 ff.

⁹ Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sind als solche staatlich anerkannte Gesellschaften, die Eigenkapitalbeteiligungen, Beteiligungen als stiller Gesellschafter oder Genußrechte an Aktiengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung, offenen Handelsgesellschaften, Kommanditgesellschaften, Gesellschaften bürgerlichen Rechts oder Gesellschaften vergleichbarer ausländischer Rechtsformen halten (§ 1 a UBGG).

¹⁰ Hammen EuZW 1996, 460 ff.

¹¹ EuGH WM 2000, 738; Hammen WM 2000, 941, 943.

wirtschaftlichen Verhältnisse einer Person.¹² Freilich gilt dieses Recht nicht schrankenlos. Vielmehr muß es zurückstehen, wo berechnigte Allgemeininteressen eine Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen erfordern.¹³ Diese Offenlegung ist im deutschen Recht ganz unterschiedlich ausgestaltet. Bei der Gesellschaft bürgerlichen Rechts fehlt sie vollständig¹⁴. Dahinter steht der Gedanke, daß dieser Gesellschaftstyp auf kleinere Personenvereinigungen nicht handelsgewerblicher Art zugeschnitten ist, bei denen auf eine registerliche Publizität ihrer selbst und ihrer Gesellschafter verzichtet werden kann. Bei Gelegenheitsgesellschaften des bürgerlichen Rechts (Fahrgemeinschaften, Spielgemeinschaften [Lotto]) wäre eine solche Publizität überdies vollständig unpraktikabel. Für die Beteiligung an einer offenen Handelsgesellschaft gibt es eine registerrechtliche Publizität. Nach §§ 107, 143 Abs. 2 des HGB müssen sowohl der Beitritt zu, als auch der Austritt aus einer OHG ins Handelsregister eingetragen werden. Diese Eintragungen werden dann in einem staatlich bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem bekannt gemacht (§ 10 HGB). Zweck dieser Form der Beteiligungspublizität ist es, die Akteure und die wesentlichen Rechtsverhältnisse der Personenhandelsgesellschaften offenzulegen und damit den Rechtsverkehr in rechtssicherer Weise über das Vorliegen oder Nichtvorliegen gewisser rechtserheblicher Tatsachen zu informieren.¹⁵

Bei gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen, bei denen eine Kapitalaufbringung im Vordergrund steht und bei denen eine persönliche Haftung des Anteilsinhabers grundsätzlich ausgeschlossen ist, ist diese Publizität im Ausgangspunkt weniger stark ausgeprägt. Es wird nämlich zwar beispielsweise auch der Eintritt eines Kommanditisten in eine Kommanditgesellschaft ins Handelsregister eingetragen (§ 162 Abs. 3 HGB). Eine Bekanntmachung dieser Eintragung in dem staatlich bestimmten Informations- und Kommunikationssystem unterbleibt jedoch (§ 162 Abs. 2 HGB). Diese Ausnahme von der Regel in §§ 161 Abs. 2, 106 Abs. 2 Nr. 1, 107, 10 HGB kommt dem Interesse des Kommanditisten am Schutz seiner Privatsphäre entgegen.¹⁶

¹² BVerfG NJW 1988, 3009.

¹³ Vgl. v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Bd. 1, 5. Aufl. 2005, Art. 2 Abs. 1 Rn. 115 bei Fn. 383.

¹⁴ Allerdings besitzen Gesellschafter einer (Publikums-)GbR gemäß § 716 BGB einen Anspruch gegen die GbR auf Auskunft über Namen und Anschriften der anderen Gesellschafter, selbst wenn dies gesellschaftsvertraglich ausgeschlossen sein sollte. Einem Geheimhaltungsinteresse der anderen Gesellschafter soll das in jedem Vertragsverhältnis selbstverständliche und deshalb nicht ausschließbare Recht entgegenstehen, seinen Vertragspartner zu kennen (BGH NZG 2010, 61f.). Zur Auskunftspflicht eines Treuhandkommanditisten über die Identität anderer Treugeber vgl. LG Frankfurt NZG 2009, 1120.

¹⁵ Koch, in GroßKomm. HGB, 5. Aufl. 2009, § 10 Rn.1.

¹⁶ Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch/Grunewald, Bd. 3, 2002, § 162 Rn. 9. In der Rechtspraxis bedeutet freilich die fehlende Bekanntmachung nicht viel, weil die Person des Kommanditisten aus dem Handelsregister selbst ersichtlich ist (Baumbach/Hopt, HGB, 34. Aufl. 2010, § 162 Rn. 5), zudem weil jedem die

Etwas ähnliches gilt bei der GmbH. Der Erwerb eines Anteils an einer GmbH ist in eine von der GmbH zu führende Gesellschafterliste einzutragen und diese Liste ist zum Handelsregister einzureichen. Die hierdurch erzielte Transparenz ist durch das am 1.11.2008 in Kraft getretene Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts¹⁷ wesentlich verbessert worden. Bis zu diesem Zeitpunkt war der Gesellschafterwechsel anders als derjenige bei einer Personenhandelsgesellschaft (OHG, KG) keine Tatsache, die ins Handelsregister eingetragen werden mußte oder konnte. Deshalb kam auch eine Bekanntmachung des Gesellschafterwechsels im Bundesanzeiger (§ 10 HGB a.F.) oder in dem nach § 10 HGB (n.F.) vorgesehenen elektronischen Informations- und Kommunikationssystem nicht in Betracht. Freilich war jedermann zu Informationszwecken die Einsichtnahme in die zum Handelsregister eingereichte Gesellschafterliste gestattet (§ 9 Abs. 1 S. 1 HGB), wenngleich sie früher dort nur in Papierform zur Verfügung stand.¹⁸ Diese Rechtslage war in der Vergangenheit wenig effektiv, weil die beim Handelsregister eingereichten Gesellschafterlisten häufig veraltet waren. Insbesondere die von § 40 GmbHG a.F. geforderte Aktualisierung blieb häufig unbeachtet, weil an die Verletzung der Pflicht aus dieser Vorschrift praktisch keine Sanktionen geknüpft waren.¹⁹ Mit dem Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts hat der Gesetzgeber den Gesellschafterbestand für Außenstehende transparenter machen wollen.²⁰ Mit diesem Gesetz hat sich die Bedeutung der Gesellschafterliste erhöht. Sie ist nicht nur Grundlage eines gutgläubigen Erwerbs des Gesellschafteranteils nach § 16 Abs. 3 GmbHG, sondern sie begründet auch eine Vermutung gegenüber der Gesellschaft, daß der in der Liste Eingetragene Inhaber des betreffenden Gesellschafteranteils ist (§ 16 Abs. 1 GmbHG). Dem Eingetragenen stehen also der Gesellschaft gegenüber alle Rechte und Pflichten eines Gesellschafters zu. Alle diese Rechtsfolgen erhöhen die Motivation der Gesellschafter enorm, die Gesellschafterliste stets auf dem neuesten Stand zu halten. Auch die Publizität eines Gesellschafterwechsels ist ein Stück weit verbessert worden. Zwar bleibt es dabei, daß die Gesellschafter nicht in das Handelsregister eingetragen werden,²¹ weshalb auch eine Bekanntmachung des Gesellschafterwechsels gemäß § 10 HGB nicht stattfindet. Die Gesellschafterliste wird aber

Einsichtnahme in das Handelsregister zu Informationszwecken gestattet ist und weil schließlich die Daten aus dem Handelsregister auch elektronisch abrufbar sind (§ 9 HGB).

¹⁷ Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Mißbräuchen vom 23.10.2008, BGBl. I, S. 2026.

¹⁸ Nach § 9 Abs. 2 S. 1 HGB a.F. konnte von den zum Handelsregister eingereichten Schriftstücken eine Abschrift verlangt werden.

¹⁹ Hierzu und zum Folgenden Hasselmann NZG 2009, 409 ff.

²⁰ Gesetzentwurf der Bundesregierung BT-Drucks. 16/6140, S. 26.

²¹ Hasselmann NZG 2009, 409, 414.

im Handelsregister aufgenommen und kann nunmehr jederzeit online eingesehen werden (§ 9 Abs. 1 HGB).²²

Bei den Kapitalmarktpapieren, auch bei der Aktie als Teilhaberpapier, ist eine derartige Publizität unpraktikabel. Man denke etwa an die Deutsche Telekom, bei der die Aktionäre nach Millionen zählen und bei der nicht selten am Tag 15 Millionen Aktien den Besitzer wechseln. Außerdem ist hier keinerlei Allgemeininteresse, von jedem Anteilswechsel zu erfahren, erkennbar, das Einschnitte in das Recht auf Geheimhaltung der wirtschaftlichen Verhältnisse der Aktionäre, nämlich ihres Anteilsbesitzes, rechtfertigen könnte. Freilich hat es die Aktiengesellschaft selbst in der Hand, jedenfalls für sich selbst Transparenz der Beteiligungsverhältnisse herzustellen. Es kann nämlich in der Satzung festgelegt werden, daß die Gesellschaft Namensaktien begibt (§§ 10 Abs. 1, 23 Abs. 3 Nr. 5 AktG). Ist dies der Fall, ist jeder Übergang der Aktie auf einen neuen Inhaber unter Angabe seines Namens in ein von der Gesellschaft zu führendes Aktienregister einzutragen (§ 67 Abs. 2 AktG). Dieses Normgefüge ermöglicht der Aktiengesellschaft anders als bei der Inhaberkarte die Pflege direkter Beziehungen zu allen Aktionären (Investor Relations). Allerdings hat heutzutage nur die Gesellschaft selbst ein Recht zu umfassender Einsichtnahme in das Aktienregister, und zwar insbesondere zu Zwecken der Kommunikation mit den Aktionären (§ 67 Abs. 6 S. 3 AktG).²³ Der einzelne Aktionär hat anders als nach früher geltendem Recht, das jedem Aktionär uneingeschränkt Einsicht in das seinerzeit so genannte Aktienbuch gewährte (§ 67 Abs. 5 AktG a.F.), lediglich ein Recht auf Auskunft über eigene, im Aktienregister eingetragene Daten (§ 67 Abs. 6 S. 1 AktG).²⁴ Hierdurch wird dem Recht der Aktionäre auf Geheimhaltung ihrer wirtschaftlichen Verhältnisse Rechnung getragen.

Dieser Grundsatz der Anonymität der Kapitalbeteiligung wird bei Aktiengesellschaften durchbrochen, wenn der Beteiligungsbesitz Bagatellgrenzen überschreitet. Der Zweck der hier einschlägigen Bestimmungen ist die Unterrichtung interessierter Kreise über mögliche zu erwartende wirtschaftliche Folgen der Beteiligung. Dabei unterscheidet das deutsche Recht zwischen kapitalmarktfremden und börsennotierten Aktiengesellschaften. Nach § 20 Abs. 1 AktG muß ein Unternehmen einer nichtbörsennotierten Aktiengesellschaft mitteilen, wenn

²² Mit Blick auf den Datenschutz der Gesellschafter kritisch zu dieser Rechtslage Ziemons BB 2006 Beilage 7, S. 9, 13; Noack DB 2006, 1475, 1477.

²³ Kindler NJW 2001, 1678, 1682.

²⁴ Ausnahmsweise haben Dritte, z. B. der materiell berechtigte Aktionär im Falle der Eintragung der Depotbank als Treuhänder, ein Auskunftsrecht gemäß § 810 BGB (MünchKommAktG/Bayer, Bd. 2, 2. Aufl. 2003, § 67 Rn. 129).

sein Anteil am Kapital der Gesellschaft 25 % übersteigt. Die Gesellschaft muß diese Mitteilung sodann in ihren Gesellschaftsblättern, also mindestens im elektronischen Bundesanzeiger (§ 25 AktG), veröffentlichen (§ 20 Abs. 6 AktG). Die Vorschrift in § 20 AktG dient nicht nur dem Zweck, die vielfach für die Unternehmensleitung selbst nicht erkennbaren Machtverhältnisse deutlich hervortreten zu lassen, sondern soll auch die anderen Aktionäre, die Gläubiger und die Öffentlichkeit über geplante und bestehende Konzernverbindungen unterrichten.²⁵ Freilich ist sie, weil nichtbörsennotierte Aktiengesellschaften typischerweise einen geschlossenen Aktionärskreis aufweisen, nur auf die Information der Gesellschaft selbst und der Aktionäre als Gesellschafter ausgerichtet; sie ist also eher vom Gesellschaftsrecht her gedacht.

Bei börsennotierten Aktiengesellschaften (vgl. § 3 Abs. 2 AktG) muß hingegen der Adressatenkreis von Beteiligungspublizität weiter gezogen werden. Hier muß nämlich bedacht werden, daß eine Aktiengesellschaft, wenn sie ihre Börsennotierung herbeiführt, sich auch an zukünftige Aktionäre als Anleger wendet, für deren Investitionsentscheidung der Auf- und Abbau maßgeblicher Beteiligungen einerseits und die Menge der Aktien, die sich nicht in den Händen strategischer Investoren befinden (free float), andererseits wegen ihrer Kursrelevanz wesentliche Kriterien bilden (kapitalmarktrechtlicher Ansatz).²⁶ Eine primär gesellschaftsinterne Transparenz der Beteiligungsverhältnisse genügt hier nicht. Deshalb hat der Erwerber einer maßgeblichen Beteiligung nicht nur diesen Vorgang der Gesellschaft und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu melden (§ 21 Abs. 1 WpHG), sondern es muß diese Mitteilung auch über elektronisch betriebene Informationssysteme, Nachrichtenagenturen und die jeweils wichtigsten Printmedien auf nationaler und europäischer Ebene veröffentlicht werden²⁷ (§ 26 Abs. 1 WpHG). Wegen der unter anderem angesichts rückläufiger Präsenzen auf den Hauptversammlungen gestiegenen Bedeutung auch kleinerer Aktienpakete und um ein unbemerktes Anschleichen an den Emittenten zu erschweren²⁸, setzt die Mitteilungspflicht anders als in § 20 AktG schon ab einer Paketgröße von 3 % der Stimmrechte ein. Mitteilungspflichtig ist ferner das Überschreiten und das Unterschreiten der Schwellenwerte von 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 % der Stimmrechte.

²⁵ So BGHZ 114, 203, 215.

²⁶ Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 5. Aufl. 2009, Vor § 21 Rn. 19.

²⁷ Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, § 26 Rn. 44.

²⁸ Fuchs/Dehlinger/Zimmermann, WpHG, 2009, vor §§ 21 – 30 Rn. 11.

Viel Aufregung hat vor einiger Zeit die Übernahme des Autozulieferers und Reifenherstellers Continental AG durch die Schaeffler Gruppe verursacht. Schaeffler hat nämlich zunächst nicht, was sofort meldepflichtig gewesen wäre, Aktien der Continental AG aufgekauft. Vielmehr hat die Gruppe mit neun Banken Cash Settled Equity Swap-Geschäfte getätigt.²⁹ Solche Swaps sind Termingeschäfte, die dem Stillhalter, meist einer Bank, ein Wahlrecht einräumen, zum Fälligkeitszeitpunkt seine Leistungspflicht entweder durch die Lieferung von Aktien (Realerfüllung) oder durch die Zahlung eines Barausgleichs zu erfüllen.³⁰ Ein Anspruch des Erwerbers auf Realerfüllung besteht ausdrücklich nicht.³¹ Die genannten Banken hatten dabei jede für sich jeweils 2,999 % der Continental-Aktien erworben, um sich gegen das Kursrisiko des Swap-Geschäfts abzusichern.³² Der Deal war auf diese neun Banken aufgeteilt worden, um es jeder von ihnen zu ermöglichen, unter der Schwelle von 3 % der Aktien von Continental zu bleiben, ab der nach § 21 WpHG die Meldepflicht beginnt³³ und um es hierdurch zu verhindern, daß der Aktienkurs in die Höhe getrieben wurde.³⁴ Am Ende der Laufzeit des Swaps kann dann die stillhaltende Bank einen Barausgleich leisten. Sie kann aber auch – und es liegt nahe, daß sie so verfahren wird – die Aktien, die sie zur Absicherung ihres Kursrisikos erworben hat und die sie dann zur Vermeidung zukünftiger Kursrisiken ohnehin veräußern muß, ohne daß der andere hierauf einen Anspruch besitzt, ihrem Partner des Swap-Geschäfts überlassen.³⁵

Nun ist nach deutschem Recht nicht nur der Erwerb von Aktien des Beteiligungsunternehmens mitteilungspflichtig. Denn anderenfalls könnte die Beteiligungspublizität über Derivatgeschäfte allzu leicht umgangen werden. Vielmehr besteht eine Mitteilungspflicht auch dann, wenn jemand Finanzinstrumente hält, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung Aktien des betreffenden Emittenten zu erwerben (§ 25 Abs. 1 S. 1 WpHG). Ein prägnantes Beispiel für solche Finanzinstrumente sind börsengehandelte Futures und außerbörslich abgeschlossene Festgeschäfte (Forwards),³⁶ bei denen die Käuferpartei das Recht erwirbt, zu einem bestimmten, in der Zukunft liegenden Zeitpunkt Aktien zu einem vorab vereinbarten Preis zu erwerben. Für die Einordnung der Cash Settled Equity Swaps, die die Schaeffler Gruppe

²⁹ Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 16.7.2008, S. 16.

³⁰ Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, § 25 Rn. 37.

³¹ Uwe H. Schneider/Brouwer AG 2008, 557, 563.

³² Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 17.7.2008, S. 12.

³³ Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 17.7.2008, S. 12.

³⁴ Uwe H. Schneider/Brouwer AG 2008, 557, 563.

³⁵ Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 17.7.2008, S. 12; v. 21.7.2008, S. 15.

³⁶ Zum Begriff Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004 Rz. 14.151.

gehalten hat, ist ausschlaggebend, ob diese Finanzinstrumente ihrem Inhaber das Recht verleihen, im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung Aktien zu erwerben. Eine materielle Betrachtungsweise möchte aus teleologischen Gründen den Begriff der rechtlich bindenden Vereinbarung weit fassen und Gentlemen's Agreements ausreichen lassen. Es soll genügen, daß sich der Stillhalter aus Gründen des kaufmännischen Anstands verpflichtet fühlt, dem Wunsch des potentiellen Erwerbers auf Realerfüllung nachzukommen.³⁷ Demgegenüber ist die BaFin einer formalen Betrachtungsweise gefolgt, wonach der potentielle Erwerber eben kein Recht auf die Aktien erhält.³⁸ Deshalb ist das Verhalten der Schaeffler Gruppe und der sie unterstützenden neun Banken unbeanstandet geblieben.³⁹

Beim Überschreiten des Schwellenwerts von 10 % muß der Anteilserwerber zudem die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel veröffentlichen. Dabei muß er unter anderem angeben, (1.) ob die Investition der Umsetzung strategischer Ziele oder der Erzielung von Handelsgewinnen dient, (2.) ob er eine Einflußnahme auf die Besetzung von Leitungs- und Aufsichtsorganen des Emittenten anstrebt und (3.) ob er eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft, insbesondere im Hinblick auf das Verhältnis von Eigen- und Fremdfinanzierung herbeiführen möchte (§ 27 a WpHG)⁴⁰ (kapitalmarktrechtlicher Strategie- und Mittelherkunftsbericht).

IV. Administrative Anteilseignerkontrolle und Enteignung

Die Vorschriften über die Beteiligungspublizität zeigen, daß es Allgemeininteressen gibt, die eine Grundlage für staatliche Eingriffe in die Rechte eines gegenwärtigen oder künftigen Anteilsinhabers bilden können. Bei administrativen Maßnahmen gegenüber gegenwärtigen oder zukünftigen Inhabern von Beteiligungen lassen sich vier Bereiche von Allgemeininteressen unterscheiden, in denen der deutsche Gesetzgeber behördliche Eingriffe in die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit der Marktteilnehmer zugelassen hat: Schutz eines funktionsfähigen Wettbewerbs, Schutz der öffentlichen Sicherheit, Schutz der

³⁷ Uwe H. Schneider/Brouwer AG 2008, 557, 564.

³⁸ Presseerklärung der BaFin v. 21.8.2008 in Sachen Schaeffler/Continental (vgl. Uwe H. Schneider/Anzinger ZIP 2009, 1, 7 Fn. 70; Uwe H. Schneider/Brouwer AG 2008, 557, 563); ebenso Baums ZHR 173 (2009), S. 443, 470

³⁹ Der Bundesfinanzminister plant nunmehr, diese Gesetzeslücke zu schließen und die Mitteilungspflicht auf Finanzinstrumente zu erstrecken, die auf Zahlungsausgleich gerichtet sind (Börsen-Zeitung v. 4.3.2010, S. 4).

⁴⁰ Hierzu Pluskat NZG 2009, 206; Fleischer AG 2008, 873.

Funktionsfähigkeit des Finanzsektors und Schutz des Finanzwesens vor systemischen Risiken.

1. Schutz eines funktionsfähigen Wettbewerbs

Dem Schutz eines funktionsfähigen Wettbewerbs dienen die Vorschriften der §§ 35 ff. des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) über die Fusionskontrolle. Nach diesen Vorschriften kann das Bundeskartellamt⁴¹ einen Zusammenschluß durch Erwerb von insgesamt mindestens 25 % der Anteile des Kapitals oder der Stimmrechte eines anderen Unternehmens (§ 37 Abs. 1 Nr. 3 GWB)⁴² untersagen, wenn zu erwarten ist, daß der Zusammenschluß eine marktbeherrschende Stellung begründet oder verstärkt, es sei denn, es wird durch ihn eine Verbesserung der Wettbewerbssituation erreicht (§ 36 Abs. 1 GWB). Diese Vorschriften haben im Bereich des Finanzwesens bislang noch keinem Zusammenschluß entgegengestanden.⁴³

Aus dem Bereich der Fusionskontrolle sei über den Erwerb der Dresdner Bank durch die Commerzbank berichtet. Im Winter 2008/2009 hat die Commerzbank AG sämtliche von der Allianz SE gehaltenen Anteile an der Dresdner Bank AG erworben. Das Bundeskartellamt ist bei seiner fusionskontrollrechtlichen Überprüfung dieser Transaktion davon ausgegangen, daß die von dem Zusammenschluß betroffenen Märkte trotz fortschreitender Internationalisierung aufgrund unterschiedlicher Wettbewerbsbedingungen in Europa nach wie vor allenfalls nationale Märkte seien, auf denen aber wettbewerblich problematische Marktstellungen durch den Zusammenschluß nicht zu erwarten seien. Die sich aus dieser Fusion ergebenden Marktanteilsadditionen hat die Behörde ungeachtet des Umstands, daß die neue Großbank zur zweitgrößten Bank Deutschlands wird, als unbedenklich eingestuft. Eine marktbeherrschende Stellung werde hierdurch weder begründet noch verstärkt, weil sich die Marktanteile der Fusionspartner in den meisten Bereichen (Einlagen- und Kreditgeschäft, Girokonten, Investmentbanking, private Baufinanzierung, Wertpapierdepots) auf 10 %, höchstens 15 % addierten. Oligopolbildungen (vgl. § 19 GWB) seien angesichts des auf den deutschen

⁴¹ Soweit gewisse Größenordnungen erreicht werden (§ 35 GWB).

⁴² Andere Tatbestände eines Zusammenschlusses bleiben außer Betracht.

⁴³ Der Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und FDP „Wachstum. Bildung. Zusammenhalt.“ (17. Legislaturperiode) v. 26.10.2009 sieht vor, in das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen als ultima ratio ein Entflechtungsinstrument einzufügen. Seit dem 8.1.2010 gibt es hierzu einen Referentenentwurf des Bundeswirtschaftsministeriums (Grave/Seeliger Börsen-Zeitung v. 27.1.2010, S. 2). Die Monopolkommission unterstützt in ihrem Sondergutachten 58 „Gestaltungsoptionen und Leistungsgrenzen einer kartellrechtlichen Unternehmensentflechtung“ (2010) www.monopolkommission.de/aktuell_sg58.html (S. 7 ff., 42 ff.) diese gesetzgeberische Initiative.

Bankenmärkten herrschenden intensiven Wettbewerbs, insbesondere aufgrund der Existenz eines Außenwettbewerbs, vornehmlich durch die Sparkassen-Finanzgruppe, nicht zu befürchten.⁴⁴

Eine für das deutsche Finanzwesen genauso bedeutsame, freilich im Ergebnis nicht zustande gekommene Fusion hat das Bundeskartellamt im Jahre 2005 geprüft.⁴⁵ Damals ging es um das später durch eine Intervention von Hedge Fonds verhinderte Vorhaben der Deutsche Börse AG, die London Stock Exchange zu übernehmen. Das Bundeskartellamt hat dieses Vorhaben als fusionsrechtlich unbedenklich eingestuft. Ausschlaggebend hierfür war die Einschätzung, der Aktienhandel an beiden Börsen bilde jeweils für sich einen nationalen Markt. Das Amt betrachtete dabei zwar die Deutsche Börse AG, weil es in Verkennung des dualistischen Systems des deutschen Börsenwesens die Deutsche Börse AG und die Frankfurter Wertpapierbörse als Einheit behandelte, als marktbeherrschend im deutschen Kassamarkt. Es konnte aber keine horizontalen Marktanteilsadditionen infolge des geplanten Erwerbs der LSE durch die Deutsche Börse AG und deshalb auch keine, gegebenenfalls ein Fusionsverbot auslösende Verstärkung der vorgeblich marktbeherrschenden Stellung der Deutsche Börse AG erkennen. Zwar könne ein potentieller Wettbewerb auch auf räumlich getrennten Märkten durch einen Zusammenschluß beschränkt werden, etwa durch Verhinderung des Wettbewerbs, der zu erwarten gewesen wäre, wenn das am Zusammenschluß beteiligte Unternehmen durch Eigeninvestitionen in den betreffenden Markt eingetreten wäre. Ein Markteintritt der LSE in Deutschland sei indes aufgrund struktureller Marktzutrittsschranken unwahrscheinlich. Denn aufgrund der Liquiditätskonzentration im börslichen Aktienhandel auf dem heimischen Markt seien Markteintrittsversuche ausländischer Börsen kaum aussichtsreich.

2. Schutz der öffentlichen Sicherheit

Der Schutz der öffentlichen Sicherheit vor problematischen Aufkäufen deutscher Unternehmen ist im Außenwirtschaftsgesetz angelagert.⁴⁶ Nach dem bis zum Jahre 2009 geltenden deutschen Außenwirtschaftsgesetz war die Kontrolle eines solchen Aufkaufs auf

⁴⁴ Bundeskartellamt, Beschluß B 4 – 134/08, http://www.bundeskartellamt.de/wDeutsch/download/pdf/Fusion/Fusion09/Kurzberichte/B4-Grossfusionen_Fallbeschreibung.pdf?navid=18.

⁴⁵ Bundeskartellamt, Beschluß B 4-09/05, <http://www.bundeskartellamt.de/wDeutsch/download/pdf/Fusion/Fusion05/B4-09-05.pdf?navid=72>.

⁴⁶ Ausführlich Hammen, *Ajou Law Review* vol. 3-1 (2009), S. 9 ff.; eine überarbeitete Fassung in *WM* 2010, 1 ff.

Unternehmen der Rüstungsindustrie beschränkt. Deutschland hat nun diesen Ansatz im Außenwirtschaftsgesetz auf den Erwerb deutscher Unternehmen gleich welcher Branche ausgeweitet.⁴⁷ Obgleich das Gesetz dabei vornehmlich die Staatsfonds im Blick hat, ist es nicht auf diese Investoren beschränkt, sondern erfaßt alle potentiellen Anteilserwerber mit Sitz außerhalb der EU und der EFTA. Es ist vorgesehen, daß solchen Investoren der Erwerb von mehr als 25 % der Anteile an einem deutschen Unternehmen untersagt werden kann, wenn infolge des Erwerbs die öffentliche Sicherheit und Ordnung Deutschlands gefährdet ist. Die Entscheidung hierüber trifft das Bundeswirtschaftsministerium bzw. die Bundesregierung. Hiernach kann das Bundeswirtschaftsministerium innerhalb von drei Monaten nach dem Erwerb der Anteile darüber befinden, ob es in eine Prüfung des Beteiligungserwerbs eintritt. Eine Meldepflicht des Erwerbers oder des Beteiligungsunternehmens besteht ebensowenig wie eine Pflicht zur vorherigen Genehmigung; das Ministerium prüft von Amts wegen. Tritt es in diese Prüfung ein, ist der Erwerber verpflichtet, dem Ministerium die vollständigen Unterlagen über den Erwerb zu übermitteln. Mit Eingang der Unterlagen beginnt eine Frist von zwei Monaten, innerhalb derer das Ministerium über das Wirksamwerden des Anteilserwerbs entscheiden kann. Maßstab für diese Entscheidung ist nur, ob ein Einschreiten gegen die geplante Beteiligung aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland als unerlässlich erscheint. Deshalb dürfen gegen eine solche Beteiligung nur Gründe nichtwirtschaftlicher Art ins Feld geführt werden. Hierzu gehören Fragen der Sicherstellung der Versorgung im Krisenfall in den Bereichen Telekommunikation und Elektrizität oder der Gewährleistung von Dienstleistungen von strategischer Bedeutung. Der deutsche Finanzminister hat hierzu auch die Gefahr gezählt, daß mit Investitionen in Medien politischer Einfluß genommen werden soll. Erläßt das Bundeswirtschaftsministerium nach Ablauf der genannten Prüfungsfrist von zwei Monaten keine anteilsbeschränkende Verfügung oder tritt es erst gar nicht in das Prüfungsverfahren ein, wird der Beteiligungserwerb endgültig wirksam. Hält das Ministerium ein Einschreiten aus Gründen der öffentlichen Ordnung und Sicherheit für unerlässlich, kann es als milderer geeignetes Mittel Anordnungen hinsichtlich des Beteiligungsverbots erlassen, äußerstenfalls den Erwerb aber auch untersagen. Hierfür bedarf es allerdings der Zustimmung der Bundesregierung.

⁴⁷ Hierzu Traugott/Strümpell AG 2009, 186; Hasselbrink GmbHR 2010, 512 m.w.N.

3. Schutz der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors

Die Vorschriften über die Anteilseignerkontrolle bei Unternehmen des Finanzwesens (insbesondere § 2 c KWG) dienen in erster Linie der Geldwäschebekämpfung, der Sicherung der Funktionsfähigkeit der Institute und dem Gläubiger-, insbesondere dem Einlegerschutz.⁴⁸ Die Bestimmung über die Anteilseignerkontrolle bei Börsenträgern (§ 6 BörsG) hat zudem die gedeihliche Fortentwicklung des Börsenbetriebs im Auge. Ist ein Anteilserwerber oder sein gesetzlicher Vertreter unzuverlässig oder liegen andere gesetzliche Gründe vor, kann die Aufsichtsbehörde den Erwerb untersagen, nach einem vollzogenen Erwerb die Ausübung der Stimmrechte aus dem Erwerb auf einen Treuhänder übertragen⁴⁹ sowie die Veräußerung der Anteile veranlassen.

Im Jahre 2000 hatte es schon einmal Fusionsverhandlungen zwischen der Commerzbank und der Dresdner Bank gegeben. Diese Verhandlungen bildeten den Hintergrund für den bis heute spektakulärsten Fall einer aufsichtsrechtlichen Maßnahme gegen einen Inhaber von Anteilen an einem Kreditinstitut. Im Mai 2000 poolten private und institutionelle Investoren rund 17 % der Stimmrechte der Commerzbank AG bei der Beteiligungsgesellschaft Cobra, die zu 100 % der niederländischen Finanzgesellschaft Rebon B.V. gehörte. Geschäftsführer der Cobra war ein ehemaliges Vorstandsmitglied der Dresdner Bank, das aus dem Vorstand dieser Bank ausgeschieden war, nachdem es Steuervergehen eingestanden hatte.⁵⁰ Als dann die Commerzbank Mitte Juni 2000 Fusionsgespräche mit der Dresdner Bank aufnahm, opponierte Cobra heftig. Ende Juli 2000 scheiterten die Fusionspläne dann an unterschiedlichen Auffassungen über die Bewertung beider Banken. Unabhängig hiervon hatte das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen schon im Mai 2000 mit einer aufsichtsrechtlichen Untersuchung des geschilderten Anteilserwerbs durch Cobra begonnen. Mitte Juli untersagte die Behörde der Beteiligungsgesellschaft die Ausübung ihrer Stimmrechte. Zur Begründung führte das Amt an, dem Geschäftsführer von Cobra fehle die gesetzlich geforderte Zuverlässigkeit.⁵¹ Zugleich unterzog es dann die Inhaber der Beteiligungsgesellschaft einer Anteilseignerkontrolle. Dabei stellte sich heraus, daß ein mittelbarer Inhaber der Beteiligung an der Commerzbank, der nämlich die Cobra Beteiligungsgesellschaft kontrollierte, seiner gesetzlichen Anzeigepflicht nicht ordnungsgemäß nachgekommen war. Das war ein weiterer

⁴⁸ Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Schäfer, KWG, 3. Aufl. 2008, § 2 c KWG Rn. 2.

⁴⁹ Vgl. VG Frankfurt v. 11.4.2007, 1 G 755/07; Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, Jahresbericht 2000, S. 77.

⁵⁰ Financial Times Deutschland v. 18.7.2000.

⁵¹ Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, Geschäftsbericht 2000, S. 61.

Grund, die Untersagungsverfügung aufrecht zu erhalten.⁵² Diese Verfügung wurde schließlich obsolet, als Cobra Anfang Mai 2001 der Aufsichtsbehörde den Abbau ihrer Beteiligung an der Commerzbank auf einen Anteil von unter 10 % dokumentierte.⁵³ Im März 2002 teilte Cobra mit, die Investorengruppe nehme ihre Interessen bei der Commerzbank künftig nicht mehr gebündelt wahr.⁵⁴ Damit waren die gesetzlichen Voraussetzungen für eine fortdauernde Kontrolle dieser Investorengruppe entfallen.

Die Anteilseignerkontrolle nach dem Kreditwesengesetz existiert zwar schon seit 17 Jahren.⁵⁵ Es ist jedoch soweit ersichtlich bislang erst einmal ein Erwerbsverbot Gegenstand einer Gerichtsentscheidung gewesen. In diesem Fall⁵⁶ ging es um das aufsichtsbehördliche Verbot des Erwerbs von rund 47 % der Anteile an einem kleineren deutschen Kreditinstitut. Das VG Frankfurt hat dieses Verbot für rechtmäßig erklärt, weil die Erwerber nicht dokumentieren konnten, woher die Mittel für den Erwerb stammten, sondern sich auf mündliche Gentlemen's Agreements über Zahlungsströme in einer weltweit verzweigten Unternehmensgruppe beriefen und gewisse Unübersichtlichkeiten auf die seinerzeitige Privatisierungssituation in der Ukraine zurückgeführt haben. Wollte man solche Absprachen bei der Prüfung der Zuverlässigkeit künftiger Anteilseigner von Kreditinstituten genügen lassen, würde die Anteilseignerkontrolle nach dem Kreditwesengesetz, mit der das Bankensystem auch vor der Einspeisung inkriminierter Gelder bewahrt werden soll, ineffizient, weil es der Aufsichtsbehörde unmöglich gemacht würde, bloße Behauptungen über die Herkunft des Geldes nachzuprüfen.

4. Schutz des Finanzwesens vor systemischen Risiken

Ein ganz neues, im Zuge der globalen Finanzmarktkrise geschaffenes Instrument administrativer Einwirkung auf gesellschaftsrechtliche Beteiligungen ist die Enteignung von Anteilen an Unternehmen des Finanzsektors zur Sicherung der Finanzmarktstabilität. Stehen andere rechtlich und wirtschaftlich zumutbare Lösungen für die Sicherung der Finanzmarktstabilität nicht zur Verfügung und hat das Unternehmen, um dessen Anteile es geht, Systemrelevanz, kann der Bundesminister der Finanzen die betreffenden Anteilsinhaber

⁵² Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, Geschäftsbericht 2000, S. 61.

⁵³ Financial Times Deutschland v. 11.5.2001.

⁵⁴ Financial Times Deutschland v. 2.4.2002.

⁵⁵ Eingeführt durch die 4. KWG-Novelle vom 21.12.1992, BGBl. I, S. 2211.

⁵⁶ VG Frankfurt WM 2008, 782 mit Anmerkung Hammen WuB I L 1. § 2 c KWG 1.08.

enteignen⁵⁷ (Art. 3 § 1 des Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetzes⁵⁸ [FMStErgG]). Hintergrund dieser Regelung ist die Erwägung, daß die Sanierung einer systemrelevanten Bank durch den Staat ohne Eröffnung eines Insolvenzverfahrens unter den Bedingungen einer Finanzmarktkrise eine 100%ige Kapitalbeteiligung der öffentlichen Hand erfordern kann. Selbst eine satzungsändernde Mehrheit der öffentlichen Hand von über 75 % reicht gegebenenfalls nicht hin, weil private Minderheitsaktionäre den Umstand, daß eine Insolvenz der betreffenden Gesellschaft für den öffentlichen Mehrheitsaktionär keine Handlungsalternative ist, dazu ausnutzen könnten, von der öffentlichen Hand marktwidrige Sonderzahlungen als Bedingung für ihre Zustimmung zu Sanierungsmaßnahmen zu erzwingen (fehlende Transaktionssicherheit⁵⁹). Das darf der Staat wegen seiner fiskalischen Verantwortung nicht dulden.⁶⁰ Für die Enteignung muß eine Entschädigung geleistet werden, die sich nach dem durchschnittlichen inländischen Börsenpreis der Anteile während der letzten zwei Wochen vor dem Tage der Entscheidung über die Einleitung des Enteignungsverfahrens richtet. Die Enteignungsmöglichkeit stand indes lediglich zeitlich befristet zur Verfügung. Die Entscheidung über die Einleitung des Enteignungsverfahrens konnte nämlich nur bis zum 30.6.2009 getroffen werden. Außerdem ist gesetzlich vorgeschrieben, daß der Staat Unternehmen, deren Anteile enteignet wurden, wieder privatisiert, wenn sie nachhaltig stabilisiert worden sind, wobei den enteigneten Aktionären ein Recht auf bevorzugten Erwerb eingeräumt werden soll.

Das Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz wird als Lex Hypo Real Estate (HRE) in die Geschichte eingehen. Die HRE war einer der größten Immobilienfinanzierer und eines der größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Die im September 2008 drohende Insolvenz dieser Bank hätte nach Auffassung der deutschen Bundesbank und der Bankaufsichtsbehörde unabsehbare Folgen für das deutsche und das internationale Finanzsystem vergleichbar den Folgen des Zusammenbruchs der amerikanischen Investmentbank Lehmann Brothers haben können.⁶¹ Das Desaster der HRE begann im Januar 2008. Damals nahm die Bank auf ihr US-Portfolio an Collateralized Debt Obligations (CDOs) von 1,5 Mrd. € Abschreibungen über insgesamt rund 400 Mill. € vor. Daraufhin stürzte der

⁵⁷ Zur europarechtlichen und verfassungsrechtlichen Beurteilung des Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetzes vgl. Kaserer/Köndgen/Möllers ZBB 2009, 142 ff; Bachmann ZIP 2009, 1249 ff.; ferner Wolfers/Rau NJW 2009, 1297 ff; Engels BKR 2009, 365.

⁵⁸ Vom 7.4.2009, BGBl. I S. 725.

⁵⁹ Ein Beispiel nicht vollständig vorhandener Transaktionssicherheit bildet die Rettung der Fortis-Gruppe (vgl. Seibert/Staake ZIP 2009, 1032 ff.).

⁶⁰ Hopt/Fleckner/Kumpan/Steffek WM 2009, 821, 823.

⁶¹ Börsen-Zeitung v. 1.10.2008, S. 3; vgl. ferner Wittkowski, Börsen-Zeitung v. 3.6.2009, S. 1; Annof, Börsen-Zeitung v. 24.9.2009, S. 2.

Aktienkurs um 35 % ab.⁶² Nachdem der Kurs wegen gedämpfter Erwartungen für das Geschäftsjahr 2008 bis Mitte April weiter erheblich gefallen war, übernahm eine Investorengruppe um den US-Finanzinvestor J. Christopher Flowers im Juni 2008 24,9 % der Anteile zu einem Preis von 22,50 € pro Aktie; die Transaktion hatte ein Volumen von 1,1 Mrd. €. ⁶³ Im August 2008 schien es, als habe HRE ihre Schwierigkeiten durch quartalsweise Abschreibung der CDOs beseitigt.⁶⁴ Ende September 2008 eskalierte dann die Situation. Die Depfa Bank, ein erst 2007 für über 5 Mrd. € erworbenes Tochterinstitut, das in der Staatsfinanzierung tätig ist und sein 200 Mrd. € schweres Kreditbuch zu 20 % durch kurzfristige Mittelbeschaffung über den Geldmarkt refinanzierte, konnte ihr Geschäft nicht mehr aufrecht erhalten, weil der Geldmarkt infolge der Insolvenz von Lehmann Brothers ausgetrocknet war. Daraufhin stützten der deutsche Staat und die gesamte übrige Finanzbranche HRE mit Garantien über 35 Mrd. €. Die Aktie der HRE verlor an einem Tag 75 % auf 3,30 €. ⁶⁵ Nur eine Woche später mußte die Hilfe auf 50 Mrd. € aufgestockt werden.⁶⁶ Im März 2009 wurde das Institut mittlerweile mit rund 100 Mrd. € gestützt.⁶⁷ Als eine Kernkapitalzufuhr zur Abwehr eines Moratoriums (§ 46 a KWG) unumgänglich wurde⁶⁸, sah die Bundesregierung die Zeit für eine staatliche Intervention gekommen. Freilich nutzte sie hierfür nicht das vorstehend geschilderte Instrument der Enteignung der Aktionäre. Enteignungen sind zwar sowohl nach deutschem Verfassungsrecht (Art. 14 Abs. 3 GG) als auch nach europäischem Gemeinschaftsrecht (vgl. Art. 345 AEUV) möglich, aber nur in gewissen Grenzen. Zu diesen Grenzen gehört das Prinzip der Verhältnismäßigkeit, das gebietet, mildere Eingriffsmittel einzusetzen, wenn diese Mittel für die Erreichung des bezweckten Erfolgs gleich geeignet sind. Solche Instrumente standen nach dem auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise in Deutschland im Oktober 2008 erlassenen Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)⁶⁹ und dem im April 2009 verabschiedeten Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz zur Verfügung.

Bis Mitte März 2009 war der Staat an der HRE nicht beteiligt.⁷⁰ Ende März erwarb dann der Staat aufgrund des „gesetzlich genehmigten Kapitals“ nach Art. 2 § 3 Abs. 1 FMStG unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre aus § 186 AktG (Art. 2 § 3 Abs. 3 FMStG)

⁶² Börsen-Zeitung v. 16.1.2008, S. 3.

⁶³ Börsen-Zeitung v. 27.6.2008, S. 3 u. v. 6.8.2008, S. 7.

⁶⁴ Börsen-Zeitung v. 14.8.2008, S. 4.

⁶⁵ Börsen-Zeitung v. 30.9.2008, S. 3; v. 4.10.2008, S. 3.

⁶⁶ Börsen-Zeitung v. 7.10.2008, S. 3.

⁶⁷ Börsen-Zeitung v. 19.3.2009, S. 3.

⁶⁸ Börsen-Zeitung v. 31.3.2009, S. 3.

⁶⁹ Vom 17.10.2008, BGBl. I, S. 1982.

⁷⁰ Börsen-Zeitung v. 11.3.2009, S. 3.

8,7 % der Anteile an der HRE.⁷¹ Das reichte aus, um vom Vorstand die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen zu können (§ 122 AktG). Daraufhin wurde für den 2.7.2009 eine „Rettungs“hauptversammlung einberufen. Zwischenzeitlich unterbreitete der Staat den Aktionären ein Übernahmeangebot, nach dessen Ablauf der Staat 47 % an der HRE hielt.⁷² Das genügte für eine einfache Hauptversammlungsmehrheit am 2.7.2009. Diese Mehrheit hätte für die auf dieser Hauptversammlung anstehende weitere Rekapitalisierungsmaßnahme eigentlich nicht ausgereicht. Denn für eine Kapitalerhöhung ist im Regelfall eine Dreiviertelmehrheit erforderlich (§ 182 Abs. 1 S. 1 AktG). In den Finanzmarktstabilisierungsgesetzen war indes das Mehrheitserfordernis für Kapitalerhöhungen im Rahmen von Rekapitalisierungsmaßnahmen auf eine einfache Mehrheit abgesenkt worden (Art. 2 § 7 Abs. 2 FMStG). Da das Bezugsrecht der Altaktionäre zugunsten des Staates ausgeschlossen werden durfte (Art. 2 § 7 Abs. 3 FMStG), hielt der Staat nach der Kapitalerhöhung vom 2.7.2009 90 % der Anteile an der HRE.⁷³ Das eröffnet ihm nun die Möglichkeit, die verbliebenen Minderheitsaktionäre aus dem Aktionariat der HRE auszuschließen (Squeeze-out). Nach dem allgemeinen deutschen Wirtschaftsrecht muß der Mehrheitsaktionär für einen Squeeze-out zwar mehr als 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals halten (§§ 39 a Abs. 1 WpHG, 327 a Abs. 1 AktG). Die Finanzmarktstabilisierungsgesetze haben die Ausschlußschwelle indes auf 90 % abgesenkt (Art. 2 § 12 Abs. 4 FMStG).⁷⁴ Der Squeeze-out bei der HRE ist auf einer außerordentlichen Hauptversammlung am 5.10.2009 beschlossen worden.

⁷¹ Börsen-Zeitung v. 31.3.2009, S. 3.

⁷² Börsen-Zeitung v. 8.5.2009, S. 1.

⁷³ Börsen-Zeitung v. 4.6.2009, S. 3.

⁷⁴ Vgl. die Übersicht bei Hopt/Fleckner/Kumpan/Steffele WM 2009, 821, 827 f.