



Juristische Fakultät
Prof. Dr. Florian Bien, Prof. Dr. Markus Ludwigs,
Prof. Dr. Ralf Schenke, Prof. Dr. Frank Schuster,
Prof. Dr. Olaf Sosnitza, Prof. Dr. Christoph Teichmann

Würzburger Arbeiten zum Wirtschaftsrecht

Julius-Maximilians-

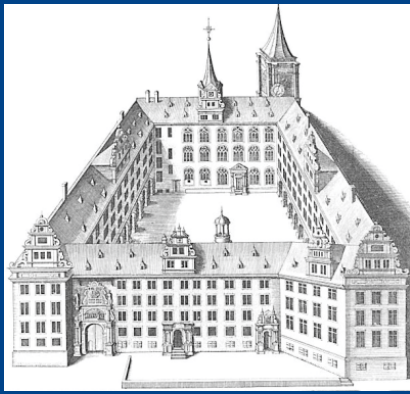
**UNIVERSITÄT
WÜRZBURG**



Band 6

Felix Jocham

Verdeckter Beteiligungsaufbau im Spannungsfeld von Handlungsfreiheit und Transparenz



Würzburger Arbeiten zum Wirtschaftsrecht

Die Reihe stellt sehr gute Seminar-, Studien- und Magisterarbeiten der Fachöffentlichkeit vor. Den Arbeiten gemeinsam sind ihre Urheber, Studentinnen und Studenten der Juristischen Fakultät der Universität Würzburg und ihr Gegenstand, das Wirtschaftsrecht. Dem Charakter des Wirtschaftsrechts als Querschnittsdisziplin entsprechend stehen gleichberechtigt nebeneinander die Perspektiven des Privatrechts, des Öffentlichen Rechts und des Strafrechts.

Die Würzburger Arbeiten zum Wirtschaftsrecht werden herausgegeben von
Prof. Dr. Florian Bien (Privatrecht),
Prof. Dr. Markus Ludwigs (Öffentliches Recht),
Prof. Dr. Ralf Schenke (Öffentliches Recht),
Prof. Dr. Frank Schuster (Strafrecht),
Prof. Dr. Olaf Sosnitza (Privatrecht) und
Prof. Dr. Christoph Teichmann (Privatrecht).

© Prof. Dr. Florian Bien
(Geschäftsführender Herausgeber)
Julius-Maximilians-Universität Würzburg
Juristische Fakultät
Domerschulstraße 16
97070 Würzburg
Tel.: +49 (0) 931 - 31-86096
Fax: +49 (0) 931 - 31-81484
<http://www.jura.uni-wuerzburg.de>
Alle Rechte vorbehalten.
Würzburg 2015.

Dieses Dokument wird bereitgestellt durch
den Publikationsservice der Universität
Würzburg.

Universitätsbibliothek Würzburg
Am Hubland
D-97074 Würzburg
Tel.: +49 (0) 931 - 31-85906
opus@bibliothek.uni-wuerzburg.de
<http://opus.bibliothek.uni-wuerzburg.de>
Titelblattgestaltung / Fotos: Kristina Hanig

ISSN: 2193-5726

Zitation dieser Publikation:

Jocham, Felix (2015). Verdeckter Beteiligungsaufbau im Spannungsfeld von Handlungsfreiheit und Transparenz. Würzburger Arbeiten zum Wirtschaftsrecht, Band 6. Würzburg: Universität Würzburg.
URN: urn:nbn:de:bvb:20-opus-108262

VERDECKTER BETEILIGUNGSaufbau IM SPANNUNGSfeld
VON HANDLUNGSfreiHEIT UND TRANSPARENZ

von Felix Jocham

Felix Jocham ist Student der Rechtswissenschaften und des Europäischen Rechts an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg.

Vorwort

Diese Arbeit geht zurück auf ein Seminar aus dem Wintersemester 2013/14 bei Prof. Dr. Christoph Teichmann, Ordinarius für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Handels- und Gesellschaftsrecht an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg.

Die Seminararbeiten wurden im Februar 2014 während einer zweitägigen Veranstaltung in Köln präsentiert und diskutiert. Gastgeber war die Wirtschaftssozietät DLA Piper, die nicht nur die Räumlichkeiten zur Verfügung stellte, sondern das Seminar auch inhaltlich mit gesprächsbereiten Praktikern um Partner Dr. Andreas Meyer-Landrut bereicherte. Den Kern der Diskussionen bildeten dabei aktuelle Fragen des nationalen und europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.

Die Ausarbeitung befindet sich inhaltlich auf dem Stand von September 2013, mündete aber zusammen mit kleineren Änderungen und Ergänzungen in diese überarbeitete Version.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Prof. Dr. Christoph Teichmann für die ausgezeichnete Betreuung und die Möglichkeit zur Veröffentlichung in der Schriftenreihe „Würzburger Arbeiten zum Wirtschaftsrecht“.

Würzburg, im September 2014

Felix Jocham

INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis	IV
A. Einführung: Wettlauf des findigen Rechtsanwenders gegen den Gesetzgeber.....	1
B. Grundlagen: Das ABC des verdeckten Beteiligungsaufbaus.....	2
I. Begriff.....	2
II. Interessenlage	3
1. Geheimhaltungsinteresse des Anschleichers	3
2. Transparenzinteresse der Zielgesellschaft	4
a) Verwaltung.....	4
b) Arbeitnehmer	5
c) Aktionäre.....	5
3. Transparenzinteresse des Kapitalmarkts	5
III. Umgehungsstrategien	6
1. Gestaltungen mit gegenwärtigem Stimmrechtseinfluss	7
a) Abgestimmtes Verhalten.....	7
b) Strohmänn-Gestaltungen	7
2. Gestaltungen mit zukünftigem Stimmrechtseinfluss	8
a) Rechtliche Erwerbsmöglichkeit.....	8
aa) Unbedingte Erwerbsrechte	8
bb) Bedingte Erwerbsrechte.....	9
b) Tatsächliche Erwerbsmöglichkeit.....	9
C. Beteiligungstransparenz in Deutschland.....	10
I. Rechtslage vor dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz.....	11
1. Meldepflicht aus § 21 WpHG a.F.	11
2. Meldepflicht aus § 22 WpHG i.V.m. § 21 WpHG a.F.	11
a) Halten für fremde Rechnung gem. § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F.	11
b) Erwerb durch Willenserklärung gem. § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG a.F.	12
c) Abgestimmtes Verhalten gem. § 22 Abs. 2 WpHG a.F.	13
3. Meldepflicht aus § 25 WpHG a.F.	13
4. Meldepflicht aus §§ 22, 25 WpHG a.F. analog	14
5. Zusammenfassung: Beteiligungstransparenz vor der Reform	16
II. Rechtslage nach dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz	16
1. Erweiterter Wortlaut des § 25 WpHG.....	16
2. Neue Meldepflicht des § 25a WpHG.....	17
3. Zusammenfassung: Beteiligungstransparenz nach der Reform.....	17

D. Beteiligungstransparenz in der Europäischen Union	18
I. Entwicklung der EU-Beteiligungstransparenz.....	18
II. Änderung der EU-Transparenzrichtlinie	19
1. Änderungsvorschläge der Kommission	19
a) Erweiterung der Definition des Finanzinstruments	20
b) Zusammenrechnung gehaltener Aktien und Finanzinstrumente	20
c) Erweiterte Sanktionen.....	21
2. Mindest- oder Vollharmonisierung?	21
a) Vorteile einer Vollharmonisierung	21
b) Nachteile einer Vollharmonisierung.....	22
c) Stellungnahme.....	22
E. Diskussion und Kritik	23
I. Größtmögliche Transparenz als legitimes Ziel?	23
II. Wege zur größtmöglichen Transparenz.....	25
III. Weg des nationalen Gesetzgebers und seine Schwächen.....	26
1. Tatbestand	26
2. Rechtsfolge.....	27
3. Disproportionalität von Tatbestand und Rechtsfolge.....	28
F. Lösungsvorschlag	29
I. Tatbestand	29
II. Rechtsfolge	30
G. Fazit und Ausblick	31
Literaturverzeichnis	33

A. Einführung: Wettlauf des findigen Rechtsanwenders gegen den Gesetzgeber

Schaeffler glückte es bei Continental, Porsche missglückte es bei VW,¹ doch beide wollten es: Die Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft durch den „Erwerb“² von stimmberechtigten Aktien in Umgehung kapitalmarktrechtlicher Meldepflichten. Die Strategie des verdeckten Beteiligungsaufbaus ist indes nur für den Erwerber, nicht aber für die anderen Betroffenen, mit Vorteilen verbunden. Auf der einen Seite verschleiert der Erwerber seine Absichten im Vorfeld einer Übernahme bis zur letzten Sekunde und maximiert durch diesen Wissensvorsprung die Erfolgsaussichten. Auf der anderen Seite werden dadurch die Interessen der Zielgesellschaft und der übrigen Anleger mit Füßen getreten. Für sie bleibt die Ernüchterung, dass das Trojanische Pferd bereits die Stadtmauern passiert hat. Hieraus erwächst das Bedürfnis nach verschärften Meldepflichten, welche die Informationsasymmetrie im Kapitalmarkt durch Transparenz beseitigen sollen. Dieser Notwendigkeit begegnet der Gesetzgeber mit den §§ 21-30 WpHG, einem gesetzlichen „Frühwarnsystem“³, das eine Meldepflicht begründet, soweit die Grundkapitalbeteiligung eines Rechtssubjekts bestimmte Schwellenwerte erreicht, überschreitet oder unterschreitet.⁴ Ungeachtet dieser Bemühungen, wurde die erstrebte Beteiligungstransparenz⁵ am Kapitalmarkt immer wieder durch Umgehungsstrategien erfolgreich konterkariert.

Diesem Wettlauf nähert sich die vorliegende Arbeit, indem sie *unter B.* zunächst die Grundlagen des verdeckten Beteiligungsaufbaus vermittelt. Dabei ist im Besonderen auf die Interessen der Beteiligten und denkbare Umgehungsstrategien einzugehen. Anschließend ist *unter C.* zu betrachten, wie der Gesetzgeber diesen mit dem System der WpHG-Meldepflichten⁶ entgegentritt,⁷ ehe *unter D.* die Entwicklungen auf europäischer Ebene dargestellt und bewertet werden. Es folgt *unter E.* eine Auseinandersetzung mit dem aktuellen Trend nach mehr Transparenz, welche *unter F.* einem eigenen Lösungsvorschlag zugeführt wird. Abgerundet wird die Darstellung *unter G.* durch ein kurzes Fazit mit einem Ausblick in die Zukunft des verdeckten Beteiligungsaufbaus.

¹ Weitere Beispiele aus der Praxis bei *Seibt*, ZGR 2010, 735, 806 ff.

² Erwerb ist nicht im technischen Sinne zu verstehen, sondern meint die Sicherung von Einflussnahme im weitesten Sinne: *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 855 spricht insoweit von „Vorerwerb“.

³ *Renz/Rippel*, BKR 2011, 235, 236; *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477.

⁴ Vgl. zu den Schwellenwerten § 21 Abs. 1 S. 1 WpHG.

⁵ Zum Begriff der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz: *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, Vor § 21 bis 30 WpHG Rn. 1 m.w.N.

⁶ Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG), BGBl. I 1998, S. 2708.

⁷ Gegenstand dieser Arbeit ist ausschließlich das Verhältnis des verdeckten Beteiligungsaufbaus zu den Vorschriften zur Beteiligungstransparenz im 5. Abschnitt des Wertpapierhandelsgesetzes (§§ 21-30 WpHG).

B. Grundlagen: Das ABC des verdeckten Beteiligungsaufbaus

Bevor im Einzelnen darauf einzugehen ist, was man unter einem verdeckten Beteiligungsaufbau versteht, warum ein solcher bemüht und wie er letztlich durchgeführt wird, sind zuerst zwei Prämissen voranzustellen: Erstens ist zu beachten, dass die beteiligungsrechtliche Machtausübung in einer Aktiengesellschaft durch die Stimmrechte in der Hauptversammlung erfolgt.⁸ Wer die Kontrolle über eine Aktiengesellschaft erwerben möchte, wird daher bemüht sein, seinen Anteil an stimmberechtigten Aktien zu erhöhen. Zweitens ist zu berücksichtigen, dass die Anteile börsennotierter Aktiengesellschaften am Kapitalmarkt gehandelt werden. Dieser möchte größtmögliche Transparenz, um das Vertrauen der Anleger und damit seine Funktionsfähigkeit zu stärken.⁹ Aus diesem Grund existieren Meldepflichten wie die §§ 21 ff. WpHG, die eine Offenlegung bei Erreichen bestimmter Schwellenwerte erzwingen. Wie sich später noch zeigen wird, ist Transparenz zwar ein tragender Pfeiler für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, für einen Erwerber, der eine große Beteiligung aufbauen möchte, ist sie jedoch aus mehreren Gründen ungünstig.¹⁰ In dieser Situation hilft ihm ein verdeckter Beteiligungsaufbau.

I. Begriff

Wie der Begriff bereits andeutet, geht es beim „verdeckten Beteiligungsaufbau“ um den Aufbau einer Grundkapitalbeteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft.¹¹ Dieser erfolgt verdeckt, wird also nicht offengelegt, wobei es nicht darum geht, eine dem Erwerber obliegende Meldepflicht unmittelbar in rechtswidriger Weise zu verletzen. Vielmehr wird versucht, den Aufbau in seiner juristischen Ausgestaltung derart zu strukturieren, dass erst gar keine Offenlegungspflicht nach Maßgabe der §§ 21-30 WpHG begründet wird. Der anschleichende Investor nutzt somit die Rechtsunsicherheiten im Grenzbereich zwischen Legalität und Illegalität zu seinen Gunsten, um unerkannt zu bleiben, nimmt dabei aber auch das Risiko eines Rechtsverstoßes in Kauf. Dieses Vorgehen wird deshalb auch als „Anschleichen“ bezeichnet.

⁸ Beispielsweise kann die Hauptversammlung Aufsichtsratsmitglieder bestellen (§ 101 AktG), mit einer ¾-Mehrheit aber auch vorzeitig abberufen (§ 103 AktG). Der Aufsichtsrat kann seinerseits die Vorstandsmitglieder bestellen und abberufen (§ 84 AktG). Verbunden mit dem mittelbaren Einfluss auf die Zusammensetzung des Vorstands ist der Einfluss auf die Leitung der Aktiengesellschaft, die der Vorstand unter eigener Verantwortung wahrnimmt (§ 76 Abs. 1 AktG). Überdies ist die Hauptversammlung zuständig für Satzungsänderungen (§ 179 Abs. 1 S. 1 AktG), Kapitalmaßnahmen (§§ 182 ff. AktG) bis hin zur Mitwirkung bei Strukturmaßnahmen wie den Abschluss von Unternehmensverträgen (§ 293 AktG).

⁹ Siehe dazu *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, Vor § 21 bis 30 WpHG Rn. 1 m.w.N.

¹⁰ Vgl. dazu B. II. 1.

¹¹ *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, S. 76.

II. Interessenlage

Der Wettlauf zwischen dem anschleichenden Rechtsanwender und dem Gesetzgeber ist letztlich ein Wettstreit der Interessen. Der Gesetzgeber ist Interessensvertreter der Zielgesellschaft und der Anleger, möchte aber im Besonderen die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als Institution insgesamt gewährleisten. Notwendige Bedingung hierfür ist Transparenz. Diese bringt jedoch nicht nur Vorteile, sondern insbesondere für den Erwerber auch Nachteile mit sich. Dieser hat ein nachvollziehbares Interesse, sie zu vermeiden, mithin sein Vorhaben geheim zu halten. Welche Anreize die Umgehung von Offenlegungspflichten indes konkret bietet und warum auch die Forderungen nach größtmöglicher Transparenz berechtigt sind, ist nun im Einzelnen zu betrachten.

1. Geheimhaltungsinteresse des Anschleichers

Ein verdeckter Beteiligungsaufbau ist für die anschleichende Gesellschaft unter zwei Gesichtspunkten interessant: Einem strategischen und einem finanziellen.

Erstens erhöht eine verzögerte Publizität die Erfolgsaussichten einer Übernahme. Der Käufer hat im Vergleich zur ahnungslosen Konkurrenz mehr Zeit, sich auf die Übernahme vorzubereiten. Solange er keine Entscheidung über die Abgabe eines Übernahmeangebots gefällt hat, ist die Vorbereitung einer Übernahme nach § 10 WpÜG frei von den strengen Vorgaben des WpÜG-Angebotsverfahrens.¹² Im Windschatten des Informationsdefizits der anderen Marktteilnehmer kann der Anschleicher kursschonend eine Beteiligung aufbauen, wenn er durch gezieltes Vorgehen einen auffälligen Nachfrageüberhang vermeidet.¹³ Die dabei erworbene Vorbeteiligung des Anschleichers macht spätere konkurrierende Angebote riskanter und damit unattraktiv (*toehold-effect*).¹⁴ Das zeigt sich bereits dadurch, dass mit steigender Beteiligung die Verfügbarkeit der Aktien am Markt sinkt und dies bei gleichbleibender Nachfrage regelmäßig zu steigenden Kursen führt. Je besser die Erfolgsaussichten, desto leichter wird es überdies für den Käufer Investoren für die Umsetzung seiner Übernahmestrategie anzuwerben. Denn der verdeckte Beteiligungsaufbau verringert das Risiko eines Scheiterns und erhöht damit die Attraktivität dieser Investition.¹⁵ Darüber hinaus kann die Verwaltung der Zielgesellschaft durch ein Anschleichen überrumpelt werden, ehe sie Verteidigungsmaßnahmen einleiten kann.¹⁶ Konfrontiert mit einer erhebli-

¹² Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG, BGBl. I 2001, S. 3822; ausführlich zum WpÜG-Angebotsverfahren *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, Rn. 40-86.

¹³ *Cascante/Topf*, AG 2009, 53.

¹⁴ *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401, 405; *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, S. 77.

¹⁵ *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401, 405.

¹⁶ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477.

chen Vorbeteiligung, wird sie eher bereit sein, über eine an sich nicht willkommene Übernahme zu verhandeln.¹⁷

Zweitens ermöglicht die verzögerte Publizität eine günstige und planbare Kostenstruktur.¹⁸ Ohne Geheimhaltung erscheinen beide Ziele gefährdet. Kennt ein Aktionär die Übernahmeabsichten eines Investors, wird er den Verkauf seiner Anteile verzögern, um im zwingend nachfolgenden WpÜG-Angebotsverfahren die im Übernahme- oder Pflichtangebot eingepreiste Übernahmeprämie¹⁹ abzuschöpfen. Dies treibt regelmäßig den Preis der Zielaktie in die Höhe²⁰ und damit auch die Kosten der Transaktion insgesamt. Das Gleiche gilt für einen infolge der Offenlegung ausgelösten Bieterwettbewerb, wenn die nun hellhörig gewordene Konkurrenz selbst Angebote für die Zielaktien abgibt und damit nicht nur die Erfolgsaussichten der Transaktion, sondern auch die Planbarkeit der Kostenstruktur torpediert.

2. Transparenzinteresse der Zielgesellschaft

Während der verdeckte Beteiligungsaufbau für den Erwerber der goldene Weg ist, seine Interessen zu verwirklichen, birgt er für die übrigen Beteiligten regelmäßig erhebliche Nachteile. Hieraus folgt ihr Wunsch nach größtmöglicher Transparenz.

a) Verwaltung

Der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft sind bestrebt, eine geplante Übernahme frühzeitig zu erkennen, da eine solche die Zukunft des Unternehmens erheblich beeinträchtigen kann.²¹ Nicht selten droht bei Übernahme durch einen Finanzinvestor eine Umstrukturierung oder gar Zerschlagung, um kurzfristig eine hohe Wertsteigerung zu erzielen. Selbst die Übernahme durch einen strategischen Investor ist nicht immer von Vorteil. Denn einen tatsächlichen Mehrwert erzeugen nach *Seidensticker* nur drei von zehn M&A-Transaktionen.²² Überdies führt eine Übernahme regelmäßig zum Austausch von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern. Letzteren droht gem. § 103 AktG die Abberufung, ehe der Investor sodann durch den neu besetzten Aufsichtsrat gem. § 84 AktG eigene Kandidaten in den Vorstand wählen lassen kann. Diese Sorge führte wohl auch zu dem in den Medien bekanntgewordenen „Brandbrief“ der Finanzvorstän-

¹⁷ Vgl. *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, S. 78.

¹⁸ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477.

¹⁹ Der Preis pro Aktie wird regelmäßig durch eine Übernahmeprämie ergänzt. Diese beträgt gewöhnlich zwischen 20 und 30% des durchschnittlichen Börsenkurses der Aktie vor Bekanntgabe der Übernahmeabsicht: Vgl. dazu *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, S. 78.

²⁰ *Cascante/Topf*, AG 2009, 53.

²¹ Vgl. *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401, 405.

²² Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 18.2.2008, S. 20: „Warum die Mehrheit der Übernahmen scheitert“.

de mehrerer DAX-Unternehmen,²³ in welchem sie nach dem Anschleichen Schaefflers lautstark eine Verschärfung kapitalmarktrechtlicher Transparenzpflichten forderten.

b) Arbeitnehmer

Opfer von Umstrukturierung und Zerschlagung sind indes nicht nur die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, sondern typischerweise vielmehr die Arbeitnehmer. Auch ihnen liegt die Zukunft des Unternehmens am Herzen, sichert es doch ihren Arbeitsplatz und damit die Existenzgrundlage. Selbst wenn im konkreten Fall keine Massenentlassungen drohen, führt eine Übernahme doch regelmäßig zu einem veränderten Betriebsklima, Lohnkürzungen oder anderweitigen negativen Auswirkungen.²⁴ Gerade deshalb ist eine frühzeitige Offenlegung von Übernahmeabsichten anderer Unternehmen auch im Interesse der Arbeitnehmer. Denn nur bei Kenntnis haben sie die Möglichkeit, über Gewerkschaften oder durch Demonstrationen die öffentliche Meinung zu beeinflussen, um auf diese Weise eine ungewünschte Übernahme zu verhindern.

c) Aktionäre

Aus Perspektive der Aktionäre der Zielgesellschaft ist Transparenz überwiegend aus wirtschaftlichen Gründen zu begrüßen. Das Wissen um eine bevorstehende Übernahme ermöglicht den taktisch verzögerten Verkauf der Zielaktien und damit eine Vergrößerung der Gewinnspanne.²⁵ Selbst wenn ein Aktionär nicht plant, seine Anteile zu verkaufen, so interessiert ihn dennoch, wer die Kontrolle über die Zielgesellschaft erwerben möchte. Schließlich beeinflusst dies die Ausrichtung des Unternehmens und hiermit auch den Wert der einzelnen Aktie, wie auch die Hoffnung auf die Ausschüttung einer Dividende. Darüber hinaus bedroht ein verdeckter Beteiligungsaufbau die wirtschaftliche Handlungsfreiheit von Großaktionären. Kann der Anschleicher über 25% des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals auf sich vereinen, sind wesentliche Entscheidungen, die einer Satzungsänderung bedürfen, gem. § 179 Abs. 2 AktG nicht mehr ohne dessen Mitwirkung möglich (sog. Sperrminorität).

3. Transparenzinteresse des Kapitalmarkts

Der Kapitalmarkt gewährt die Rahmenbedingungen für den Handel mit Aktien und bildet damit das Spielfeld für den eben dargestellten Wettstreit der Interessen. Seine Existenz und Funktionsfähigkeit sind von volkswirtschaftlichem Interesse, formt er doch ein Sammelbecken für Anleger

²³ Handelsblatt v. 28.8.2008, Titelseite: „Dax-Finanzchefs wollen Anschleicher stoppen“; außerdem *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 188.

²⁴ Exemplarisch hierfür ist die Übernahme von Aventis durch den französischen Pharmahersteller Sanofi-Synthélabo, wobei entgegen der Ankündigung zu Beginn, doch weltweit Stellen abgebaut wurden, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 18.2.2008, S. 20: „Warum die Mehrheit der Übernahmen scheitert“.

²⁵ Dazu bereits B. II. 1.

und ermöglicht so eine optimierte Kapitalallokation. Dieser Aufgabe kann er hingegen nur gerecht werden, wenn er hinreichende Spielregeln bewahrt, die das Vertrauen der Investoren in die Märkte fördern und so im Besonderen auch Kleinanleger zu Investments ermutigen. Der Schlüssel hierfür ist Transparenz.²⁶ Nur sie beseitigt eine vertrauensschädigende Informationsasymmetrie und ermöglicht Waffengleichheit am Markt. Klöhn spricht insoweit von Preisschutz, der entsteht, wenn Anleger in effizienten Märkten agieren und dadurch alle kursrelevanten Informationen wahrnehmen können.²⁷ Sind die Aktionärsstrukturen und die Verteilung der Stimmrechte²⁸ bekannt, können die Anleger selbständig die frei handelbaren Aktien (*free float*)²⁹ ermitteln und auf diesem Wege fundierte Investitionsentscheidungen³⁰ treffen. Welche Bedeutung Transparenz für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hat, zeigt sich in Situationen, in denen sie nicht gewährleistet ist. Dies war beispielsweise beim Anschleichen Porsches der Fall. Dabei entzog Porsche eine große Anzahl der VW-Aktien dem freien Handel und verursachte dadurch eine Marktengpässe. Diese gipfelte in überraschenden Kursverwerfungen, die Volkswagen zeitweise zum wertvollsten Unternehmen der Welt machten, da nur noch 5,8% der VW-Aktien gehandelt werden konnten, zeitgleich aber Optionsgeschäfte über 13% der VW-Aktien offen waren.³¹ Transparenz ist folglich nicht nur ein Anliegen der Verwaltung, Arbeitnehmer und Aktionäre der Zielgesellschaft, sondern auch und vor allem notwendige Bedingung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als Institution.

III. Umgehungsstrategien

Nachdem geklärt ist, was sich hinter dem Begriff des verdeckten Beteiligungsaufbaus verbirgt und welche Interessenlage ihm zugrunde liegt, ist nun darauf einzugehen, welche Strategien im Einzelnen bemüht werden können, um kapitalmarktrechtliche Meldepflichten zu umgehen. Dabei kann im Folgenden nur ein Überblick über einzelne bekannte Gestaltungsformen gegeben werden, ohne dass ein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben wird. Umgehungsstrategien sind naturgemäß wandelbar, so dass schon aus diesem Grund eine umfassende Darstellung unmöglich ist. Hierfür soll zunächst³² unberücksichtigt bleiben, ob und inwieweit das nationale Meldesystem der §§ 21-30 WpHG diesen Umgehungsstrategien standhält. Systematisiert werden können sie in

²⁶ Näher zur *Efficient Capital Market Hypothesis*: Klöhn, ZHR 2013, 349, 352 ff.; vgl. im Übrigen Dehlinger/Zimmermann, in: Fuchs, Vor §§ 21 bis 30 Rn. 15; Lehmann, Finanzinstrumente, S. 464; Schwarck, in: Schwarck/Zimmer, WpHG, Vor § 21 Rn. 4.

²⁷ Klöhn, ZHR 2013, 349, 358 m.w.N.

²⁸ Vgl. U. H. Schneider, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vorb. § 21 Rn. 19.

²⁹ Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1478.

³⁰ Teichmann/Epe, WM 2010, 1477.

³¹ Anzinger, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 194.

³² Eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Umgehungsfestigkeit des WpHG-Melderegimes folgt *unter C*.

Gestaltungen, die einen gegenwärtigen Einfluss auf Stimmrechte vermitteln und solche, die erst einen künftigen Stimmrechtseinfluss ermöglichen.³³

1. Gestaltungen mit gegenwärtigem Stimmrechtseinfluss

a) Abgestimmtes Verhalten

Einen gegenwärtigen Einfluss auf stimmberechtigte Aktien ermöglicht die sog. *Wolf Pack Tactic*³⁴, auch bekannt unter *acting in concert*³⁵. Hierunter versteht man das Zusammenwirken mehrerer tatsächlich unabhängiger Investoren, die lediglich durch ein konkretes gemeinsames Ziel verbunden sind, wobei jeder Aktien des Zielunternehmens auf eigene Rechnung erwirbt. Unerkannt bleibt das Vorgehen, da sich jeder Einzelne nur mit Aktien unterhalb der gesetzlichen Meldeschwellen eindeckt. Wie zuvor vereinbart, werden die Stimmrechte dann aber einheitlich ausgeübt, wodurch dem „Wolfsrudel“ ein gebündelter Einfluss jenseits der Meldeschwellen ermöglicht wird.³⁶ Dies dient vornehmlich der gezielten Einwirkung auf die Willensbildung und die Entscheidungsfindung der Zielgesellschaft, etwa um einen Managementwechsel zu erreichen.³⁷ Ein solches Vorgehen ereignete sich beispielsweise beim Übernahmeangebot der Deutschen Börse AG für die London Stock Exchange. Dieses brachten Hedgefonds mit ca. 8,5% der Aktien zu Fall und bewirkten die Ablösung des Vorstandsvorsitzenden Werner Seifert.³⁸

b) Strohmänn-Gestaltungen

Darüber hinaus existieren Gestaltungen, die auch einem „*lonely wolf*“ einen gegenwärtigen Einfluss auf Stimmrechte vermitteln. Hierzu zählen im Besonderen Treuhandverhältnisse, bei denen der Treuhänder die Stimmrechte in Weisungsabhängigkeit für die anschleichende Gesellschaft hält.³⁹ Die Handlungsfreiheit der Treuhänder ist dabei im Außenverhältnis unbeschränkt, sie sind aber im Innenverhältnis gegenüber dem Anschleicher verpflichtet, seine Weisungen zu befolgen. Anders als beim *acting in concert* handelt es sich nicht um ein planmäßiges Zusammenwirken mehrerer unabhängiger Investoren, sondern vielmehr um den Stimmrechtseinfluss des einzelnen Anschleichers, vermittelt durch Treuhänder, die zwar in der Sphäre des rechtlichen Dürfens vertraglich gebunden, im Bereich des rechtlichen Könnens aber unabhängig vom ihm sind.

³³ Ähnlich *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 198; anderenorts werden die Gestaltungen in Equity- und Servicemodellen unterteilt: *Noack/Zetzsche*, in: FS Schwarck, S. 570.

³⁴ U. H. Schneider/Müller-von Pilchau, AG 2007, 181, 182, Fn. 11.

³⁵ Zum Begriff *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 161.

³⁶ Vgl. *Noack/Zetzsche*, in: FS Schwarck, S. 570.

³⁷ *Noack/Zetzsche*, in: FS Schwarck, S. 570.

³⁸ *Noack/Zetzsche*, in: FS Schwarck, S. 570.

³⁹ *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 199.

2. Gestaltungen mit zukünftigem Stimmrechtseinfluss

Während beim *acting in concert* oder den Treuhandverhältnissen bereits ein gegenwärtiger Einfluss auf stimmberechtigte Aktien besteht, sind vermehrt Strategien anzutreffen, die erst einen künftigen Stimmrechtseinfluss ermöglichen. Je nach Intensität kann dabei differenziert werden zwischen Gestaltungen, die ein Erwerbsrecht enthalten und jenen, die den Erwerb lediglich faktisch ermöglichen.

a) Rechtliche Erwerbsmöglichkeit

aa) Unbedingte Erwerbsrechte

Ein unbedingtes Erwerbsrecht kann durch ein Finanzinstrument oder ein sonstiges Instrument vermittelt werden. Finanzinstrumente iSd Legaldefinition des § 2 Abs. 2b WpHG⁴⁰ sind beispielsweise Termingeschäfte in Gestalt von Fest- und Optionsgeschäften.⁴¹ Während bei einem Festgeschäft der Käufer den Kaufgegenstand – hier die Aktien des Zielunternehmens – an einem festgelegten Termin zu einem zuvor vereinbarten Preis erwerben muss, hat ein Optionsberechtigter dazu das Recht, nicht aber die Pflicht. Überdies gibt es Instrumente, die – ohne Finanzinstrumente iSd § 2 Abs. 2b WpHG zu sein – ein Recht auf Aktienerwerb umfassen. Damit gemeint ist das Wertpapierdarlehen⁴², das *Sale and Repurchase Agreement* (sog. Repo-Geschäfte)⁴³, aber auch der einfache Aktienkaufvertrag, etwa im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion.⁴⁴ Ein Wertpapierdarlehen ist ein Sachdarlehen gem. § 607 BGB⁴⁵, bei dem die Aktien des Zielunternehmens an den Darlehensnehmer übertragen werden. Gekoppelt an die Darlehensgewährung ist die Pflicht des Darlehensnehmers am Ende der Laufzeit Aktien gleicher Art, Anzahl und Güte zurück zu übertragen.⁴⁶ Ein *Sale and Repurchase Agreement* ist ein Aktienkaufvertrag, in dem zeitgleich eine Rückübertragung der Aktien zu einem künftigen Zeitpunkt vereinbart wird.⁴⁷ Der Vorteil dieser Gestaltung ist, dass der Anschleicher auf diese Weise seinen Bestand an Aktien aktuell verringern kann, um unter den relevanten Schwellen zu bleiben und erst zu einem ihm günstigen Zeitpunkt eine Meldepflicht auslöst. Anders als den beiden eben besprochenen Gestaltungen ist im Aktienkaufvertrag keine Rückübertragung vereinbart. Allen Strategien ist gemein,

⁴⁰ Finanzinstrumente sind Wertpapiere, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Derivate, Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren und Vermögensanlagen sowie Namensschuldverschreibungen, vgl. § 2 Abs. 2b WpHG.

⁴¹ Dehlinger/Zimmermann, in: Fuchs, § 25 WpHG Rn. 6.

⁴² Teichmann/Epe, WM 2012, 1213, 1216.

⁴³ Vgl. U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 80.

⁴⁴ Teichmann/Epe, WM 2012, 1213, 1219.

⁴⁵ Cascante/Bingel, NZG 2011, 1086, 1091; Merkner/Sustmann, NZG 2010, 1170, 1171.

⁴⁶ Cahn/Ostler, AG 2008, 221, 222.

⁴⁷ U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 80.

dass der Berechtigte sich schon jetzt Aktien sichern kann, ohne aber im Vorfeld als künftiger Erwerber erkennbar zu sein. So kann der Erwerber je nach Ausgestaltung der Meldepflichten im Einzelfall mehrere Erwerbsrechte unterhalb der Meldeschwellen in seiner Person vereinigen und damit einen gebündelten Einfluss für die Zukunft weit jenseits der Schwellenwerte erreichen, ohne dies zuvor melden zu müssen.

bb) Bedingte Erwerbsrechte

Bedingte Erwerbsrechte knüpfen den Aktienerwerb gem. § 158 BGB an den Eintritt einer Bedingung. Hierzu zählen die bedingte Erwerbsoption (Call-Option), die Stillhalterposition einer Verkaufsoption (Put-Option)⁴⁸, eine auflösend bedingte Übertragung, aber auch Gestaltungen unter der aufschiebenden Bedingung der kartellrechtlichen Genehmigung.⁴⁹ Während der Käufer als Optionsberechtigter einer Call-Option mit Bedingungseintritt die Zielaktien erwirbt, ist der Stillhalter bei Ausübung einer Put-Option durch den Verkäufer verpflichtet, die Aktien bei Bedingungseintritt von diesem zurückzukaufen. Bei einer auflösend bedingten Übertragung wird der Veräußerer mit Eintritt der Bedingung wieder Inhaber der davor übertragenen Zielaktien. Genehmigt die Kartellbehörde die Transaktion im Falle einer hierauf gerichteten Bedingung, hat der Erwerber in diesem Zeitpunkt Zugriff auf die Stimmrechte. Für den Erwerber ergibt sich bei der Vereinbarung bedingter Erwerbsrechte gegenüber unbedingten nur insoweit ein Unterschied, als sein Erwerb bei den bedingten von dem Eintritt eines ungewissen, künftigen Ereignisses abhängig und damit nicht in gleicher Weise planbar ist, soweit er nicht selbst Einfluss auf die Erfüllung der Bedingung hat.

b) Tatsächliche Erwerbsmöglichkeit

Kein Recht, sondern lediglich die faktische Möglichkeit zum Aktienerwerb vermitteln Aktienderivate⁵⁰ wie *Contracts for Difference*, *Cash Settled Equity Swaps* und *Cash Settled Options*.⁵¹ Diesen ist gemein, dass die anschleichende Gesellschaft keinen Anspruch auf Übertragung der dem Derivat zugrunde liegenden Zielaktien erhält. Vereinbart ist vielmehr ein Barausgleich (sog. *Cash Settlement*) für den Fall, dass der Anschleicher, der auf einen steigenden Kurs der Zielaktie gesetzt hat, seine „Wette“ gewinnt. Die Investmentbank ist als Derivat-Partner aber bestrebt, das Risiko eines „Wettverlusts“ abzusichern (*Hedging*). Dazu eignet sich ein Aktien-Hedge, also der

⁴⁸ Teichmann/Epe, WM 2012, 1213, 1218.

⁴⁹ Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 296.

⁵⁰ Derivate sind Finanzinstrumente, deren Wert sich aus einem ihnen zugrundeliegenden Basiswert (auch: Underlying) ableitet. vgl. Hull, Options, futures and other derivatives, S. 1; ausführlich zu den Derivaten auch § 2 Abs. 2 WpHG.

⁵¹ BT-Drucks. 17/3628, S. 19; Krause, AG 2011, 469, 477; ausführlich zu Aktienderivaten mit Barausgleich Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 291 ff.

physische Erwerb der Aktien des Zielunternehmens im Umfang der ausgegebenen Derivate. Im Falle eines „Wettverlusts“ kann die Investmentbank die Aktien am Kapitalmarkt zum aktuellen Kurswert veräußern und so die Differenz ausgleichen oder die Aktien der anschleichenden Gesellschaft gem. § 364 Abs. 1 BGB an Erfüllung statt anbieten.⁵² Obwohl die Bank nicht verpflichtet ist, das Risiko durch den Erwerb der Zielaktien abzusichern, kann der Anschleicher doch nach den Regeln der „wirtschaftlichen Logik“⁵³ ein solches Vorgehen antizipieren oder dies sogar – soweit eine bewusste Umgehung geplant ist – mit dem Derivat-Partner informell absprechen. Prominente Beispiele hierfür sind die Fälle Schaeffler/Continental und Porsche/VW.

C. Beteiligungstransparenz in Deutschland

Nach einem abstrakten Überblick zu den vielfältigen Umgehungsstrategien,⁵⁴ ist nun konkret zu untersuchen, auf welche Weise der deutsche Gesetzgeber versucht, diese zu erfassen und inwieweit er damit Erfolg hat. Das Meldesystem der §§ 21-30 WpHG ist eine Entscheidung gegen die wirtschaftliche Handlungsfreiheit des Anschleichers zugunsten größtmöglicher Kapitalmarkttransparenz.⁵⁵ Diese Wertung steht im Einklang mit den Vorgaben des europäischen Gesetzgebers⁵⁶ und bezweckt einen verbesserten Anlegerschutz⁵⁷ sowie den Schutz der Gesellschaften vor feindlichen Übernahmen.⁵⁸ Kerngedanke des nationalen Meldesystems ist folglich „Schutz durch Transparenz“. Seit Inkrafttreten des WpHG im Januar 1995⁵⁹ sind die Meldepflichten im 5. Abschnitt immer wieder Gesetzesänderungen unterzogen worden. Herausgefordert durch die Umgehungsstrategien kreativer Rechtsanwender, sah sich der Gesetzgeber stets aufs Neue gezwungen, Schlupflöcher zu schließen – so auch nach den Attacken von Schaeffler auf Continental und Porsche auf VW. Diesmal reagierte der Gesetzgeber mit dem Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.⁶⁰ Warum diese Intervention unvermeidbar war und inwieweit mit ihr der richtige Weg eingeschlagen wurde, zeigt ein Belastungstest der WpHG-Meldepflichten vor und nach der Reform. Dazu sind die einzelnen Offenlegungspflichten nun mit den Umgehungsstrategien zu konfrontieren.

⁵² *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1478.

⁵³ BT-Drucks. 17/3628, S. 19.

⁵⁴ Vgl. zu den Umgehungsstrategien bereits B. III.

⁵⁵ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477.

⁵⁶ Ausführlich zu den Zielen des europäischen Gesetzgebers: Erwägungsgründe der Transparenzrichtlinien I (88/627/EWG) und II (2004/109/EG).

⁵⁷ *Heusel*, Rechtsfolgen, S. 53 f.; *Hildner*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz, S. 24.

⁵⁸ *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, Vor §§ 21 bis 30 Rn. 16; *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 19; *Schwarck*, in: Schwarck/Zimmer, WpHG, Vor § 21 Rn. 4.

⁵⁹ *Dönges*, Die §§ 21 ff. WpHG als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB, S. 16.

⁶⁰ Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz), BGBl. I 2011, S. 538.

I. Rechtslage vor dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz

1. Meldepflicht aus § 21 WpHG a.F.

Die Meldepflicht des § 21 Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. erstreckte sich nur auf den Halter von Stimmrechten. Allein der Inhaber stimmberechtigter Aktien war hiernach zur Offenlegung verpflichtet. Um diese zu vermeiden, wurde bei allen Umgehungsstrategien darauf geachtet, den physischen Aktienerwerb unter die Eingangsmeldeschwelle von 3% zu drosseln. Die Offenlegungspflicht aus § 21 WpHG a.F. war damit in keiner Weise geeignet, eine der eingangs dargestellten Gestaltungen einzufangen.

2. Meldepflicht aus § 22 WpHG i.V.m. § 21 WpHG a.F.

Die Meldepflicht des § 21 WpHG a.F. erstreckte sich gem. § 22 WpHG a.F. auch auf Stimmrechte Dritter, die der Anschleicher zwar nicht selbst hält, ihm aber dennoch einen Einfluss ermöglichen. Für den verdeckten Beteiligungsaufbau waren dabei drei Varianten bedeutsam.⁶¹

a) Halten für fremde Rechnung gem. § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F.

Welche Gestaltungen mit § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F. erfasst werden konnten, ergibt sich erst durch Auslegung der Vorschrift. Der Wortlaut „einem Dritten gehören“ impliziert den rechtlichen Erwerb der Aktien durch den Dritten⁶², wohingegen „für Rechnung des Meldepflichtigen“ zum Ausdruck bringt, dass der Meldepflichtige die wirtschaftlichen Chancen und Risiken tragen muss.⁶³ Überdies ist nach Sinn und Zweck der Vorschrift ein Weisungsrecht des Anschleichers zu fordern⁶⁴, weil nur dann auch eine Einflussmöglichkeit besteht, die ein Transparenzbedürfnis hervorruft. § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F. spannte insoweit ein enges Netz, wobei im Einzelfall die vertragliche Ausgestaltung des Verhältnisses zwischen Anschleicher und Drittem darüber entschied, ob eine Meldepflicht ausgelöst wurde. Erfasst waren deshalb jedenfalls Strohmänn-Gestaltungen⁶⁵, da diese stets ein Weisungsrecht enthalten.⁶⁶ Daneben war auch bei Gestaltungen mit Rückübertragungsanspruch, wie Wertpapierdarlehen und *Sale and Repurchase Agreements*, an eine Meldepflicht aus § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F. zu denken. Sie unterlagen allerdings nur dann der Meldepflicht, wenn der Veräußerer auch nach der Übertragung der Aktien an den

⁶¹ Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1478.

⁶² Vgl. U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 53.

⁶³ OLG München v. 9.9.2009 – 7 U 1997/09, ZIP 2009, 2095, 2097; Anzinger, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 199; Burgard, BB 1995, 2069; 2072; dabei geht es um die Abspaltung des wirtschaftlichen Substrats vom Stimmrechtseinfluss: dazu ausführlich U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 55; Seibt, ZGR 2010, 795, 798 ff.

⁶⁴ Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1479.

⁶⁵ Dazu bereits B. III. 1. b).

⁶⁶ Anzinger, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 199.

Dritten die wirtschaftlichen Chancen und Risiken trug und im Wege einer vertraglicher Vereinbarung auf die Stimmrechte Einfluss nehmen konnte.⁶⁷ Dasselbe galt bei einer auflösend bedingten Übertragung, wenn eine entsprechende Nebenabrede bestand sowie bei Aktienderivaten mit Barausgleich wie *Contracts for Difference*, *Cash Settled Equity Swaps* oder *Cash Settled Options*⁶⁸. Wie der Fall Schaeffler/Continental⁶⁹ zeigte, wurde bei deren Ausgestaltung jedoch gerade darauf geachtet, dass – selbst im Falle eines Aktien-Hedge – jede Möglichkeit der Einflussnahme auf Stimmrechte ausgeschlossen und eine Offenlegungspflicht aus § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F. somit vermieden wurde.

b) Erwerb durch Willenserklärung gem. § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG a.F.

Meldepflichtig waren überdies Gestaltungen, die es einem Anschleicher ermöglichen, stimmberichtigte Aktien durch Willenserklärung zu erwerben. Der Wortlaut „Willenserklärung“ lässt dabei offen, ob mit ihr ein schuldrechtlicher oder ein dinglicher Erfolg herbeigeführt werden soll. Etwas anderes ergibt sich, wenn man im Lichte des Trennungs- und Abstraktionsprinzips „Erwerben“ als dinglichen Gegenbegriff zum schuldrechtlichen „Kaufen“ versteht. Für diese Auslegung spricht auch der Wille des historischen Gesetzgebers, der nur den dinglichen Erwerb erfassen wollte.⁷⁰ Entgegen der inzwischen aufgegebenen Ansicht von *Uwe H. Schneider*⁷¹ sollten schuldrechtliche Erwerbsrechte gerade nicht der Offenlegungspflicht unterliegen. Einzig meldepflichtig waren damit – erstens – unbedingt dingliche Erwerbsrechte aus Festgeschäften und Call-Optionen und – zweitens – bedingt dingliche Erwerbsrechte aus Festgeschäften und Call-Optionen sowie auflösend bedingte Übertragungen, soweit der Eintritt der Bedingung allein vom Willen des Erwerbers abhängig war (sog. Potestativbedingung).⁷² Denn wenn der Erwerber keinen Einfluss auf den Eintritt der Bedingung hat, kann er die Aktien auch nicht unmittelbar „durch“ Willenserklärung erwerben, sondern nur durch das Hinzutreten eines ungewissen, künf-

⁶⁷ BGH v. 16.3.2009 – II ZR 302/06, BGHZ 180, 154, 154; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596, 607; *Krause*, AG 2011, 469, 476; *U. H. Schneider/Brouwer*, in: FS Karsten Schmidt, S. 1422; *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 85, 90, der bei *Sale and Repurchase Agreements* auch ohne ausdrückliche Vereinbarung eine Zurechnung befürwortet.

⁶⁸ Dazu bereits B. III. 2. b).

⁶⁹ Vgl. BaFin, Pressemitteilung v. 21.8.2008. Pressemitteilung abrufbar unter www.bafin.de über die Links: „Startseite > Daten und Dokumente > Pressemitteilungen > BaFin: Keine Verletzung von Meldepflichten bei Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt“ (letzter Abruf: 3.9.2013).

⁷⁰ BT-Drucks. 16/2498, S. 37; ebenso die überwiegende Ansicht in der Literatur: *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454, 468; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rn. 112; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1503.

⁷¹ Vor dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz noch *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, 5. Auflage, § 22 Rn. 104-110, der aber nun nach der Reform die Regelungslücke in § 25 WpHG geschlossen sieht und damit auch eine restriktive Auslegung auf dingliche Erwerbsrechte begrüßt, vgl. nun *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 109.

⁷² *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 201; *Schiessl*, Der Konzern 2009, 291, 296; a.A. *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 25 Rn. 103, der bereits zurechnet, wenn der Erwerb nicht mehr vom Willen des Veräußerers abhängt.

tigen Ereignisses. Darum konnte auch ein dingliches Erwerbsrecht unter der aufschiebenden Bedingung einer kartellrechtlichen Genehmigung nicht zugerechnet werden. Weiter nicht erfasst waren schuldrechtliche Erwerbsrechte aus Call-Optionen, Stillhalterpositionen einer Put-Option, Wertpapierdarlehen, *Sale and Repurchase Agreements* oder aus Aktienkaufverträgen. Da schon schuldrechtliche Erwerbsrechte generell nicht § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG a.F. unterworfen waren, galt dies erst recht für Aktienderivate mit Barausgleich, die nicht einmal ein schuldrechtliches Erwerbsrecht begründeten.⁷³

c) Abgestimmtes Verhalten gem. § 22 Abs. 2 WpHG a.F.

§ 22 Abs. 2 WpHG a.F. wurde maßgeschneidert, um einen verdeckten Beteiligungsaufbau in Gestalt des *acting in concert*⁷⁴ zu verhindern. Dazu wurden bei der Berechnung der Schwellenwerte die Stimmrechte aller Beteiligten gegenseitig zugerechnet, soweit diese ihr Verhalten koordinierten, um ihren Stimmrechtseinfluss zu bündeln und in einer zuvor abgesprochenen gemeinsamen Strategie auszuüben. Dies galt unabhängig davon, ob das bewusste Zusammenwirken auf Grundlage einer rechtlichen Vereinbarung oder lediglich in Umsetzung einer tatsächlichen Übereinkunft, wie dem *Gentlemen's Agreement*, erfolgte.⁷⁵

3. Meldepflicht aus § 25 WpHG a.F.

§ 25 WpHG a.F. zielte mit Ausnahme von § 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG a.F. als einzige Publizitätspflicht auf die Offenlegung von künftigem Stimmrechtseinfluss.⁷⁶ Meldepflichtig war hiernach, wer Finanzinstrumente hielt, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, „einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung“ stimmberechtigte Aktien zu erwerben. Was das Gesetz unter „Finanzinstrumente“ verstand, definierte § 2 Abs. 2b WpHG a.F. Weniger eindeutig war das Merkmal „einseitig“. Von einem „einseitigen“ Erwerb der Stimmrechte kann ausweislich des Wortlauts wohl nur gesprochen werden, wenn dieser allein im Machtbereich des Erwerbers liegt. Für ein solches Verständnis spricht auch die Begründung des Regierungsentwurfs. Danach sei ein Erwerb „einseitig“, wenn er unabhängig von äußeren Umständen allein im Ermessen des Erwerbers stehe.⁷⁷ Bekräftigt werden Wortlaut und Entstehungsgeschichte durch eine richtlinienkonforme Auslegung.⁷⁸ Denn auch Art. 13 EU-Transparenzrichtlinie, der die Grundlage für § 25

⁷³ Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1479.

⁷⁴ Dazu bereits B. III. 1. a).

⁷⁵ U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 173.

⁷⁶ Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1478.

⁷⁷ BT-Drucks. 16/2498, S. 36 f.; Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340, 345.

⁷⁸ U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 25 Rn. 18.

WpHG a.F. bildete,⁷⁹ spricht davon, dass der Erwerber die stimmberechtigten Aktien „von sich aus“ erwerben können muss.

§ 25 Abs. 1 WpHG a.F. erfasste somit alle Finanzinstrumente, die ein unbedingtes Erwerbsrecht verkörperten. Dazu gehören Termingeschäfte⁸⁰ wie Festgeschäfte und Call-Optionen.⁸¹ Zwar vermitteln auch Wertpapierdarlehen, *Sale and Repurchase Agreements* sowie der Aktienkaufvertrag ein unbedingtes Erwerbsrecht. Sie unterlagen aber nicht der Meldepflicht nach § 25 WpHG a.F., da das WpHG diese nicht als Finanzinstrumente qualifizierte. Ähnliches galt für bedingte Erwerbsrechte. Wegen der „Einseitigkeit“ der Erwerbsmöglichkeit waren sie nur meldepflichtig, wenn es allein in der Macht des Erwerbers steht, die Bedingung herbeizuführen (sog. Potestativbedingung).⁸² Nur dann erstreckte sich § 25 WpHG a.F. auf bedingte Call-Optionen oder auflösend bedingte Übertragungen. Nicht erfasst war der Stillhalter einer Put-Option, da dieser rechtlich nicht beeinflussen kann, ob der Berechtigte die Option ausübt. Das Gleiche galt für Erwerbsrechte unter einer Bedingung außerhalb des Machtbereichs der Parteien wie der kartellrechtlichen Genehmigung. Umstritten war, ob Aktienderivate mit Barausgleich wie *Contracts for Difference*, *Cash Settled Options* oder *Cash Settled Equity Swaps* der Meldepflicht unterlagen. Im Mittelpunkt stand dabei die Auslegung der Merkmale „Recht“ und „im Rahmen einer rechtlich bindende Vereinbarung“. Jedenfalls das letztgenannte Merkmal war nicht gegeben, da bei Aktienderivaten mit *Cash Settlement* nur einen Anspruch auf Barausgleich besteht, nicht aber auf die Zielaktien.⁸³ Selbst wenn man rechtsfortbildend die Wortlautgrenze überschreiten und das *Gentlemen's Agreement* – eine Vereinbarung ohne Rechtsbindungswillen – unter „Recht“ subsumieren wollte, scheitert die Meldepflicht an der „Einseitigkeit“. Schließlich liegt es allein im Ermessen des Derivat-Partners, ob dieser die Zielaktien zur Absicherung seines „Wettrisikos“ erwirbt und sie anstelle des Barausgleichs anbietet,⁸⁴ nicht aber im Machtbereich des Erwerbers.

4. Meldepflicht aus §§ 22, 25 WpHG a.F. analog

Aktienderivate mit Barausgleich konnten daher vor der Reform mit den Meldepflichten der §§ 21 ff. WpHG nicht eingefangen werden. Es wurde deshalb versucht, die Lücken im Meldesystem im Wege der Gesetzeskorrektur zu schließen. In Betracht kam eine Rechtsfortbildung praeter legem, die auch eine Überschreitung der Wortlautgrenze ermöglicht, solange sie vom Willen des Ge-

⁷⁹ U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 25 Rn. 2.

⁸⁰ Vgl. dazu bereits B. III. 2. a) aa).

⁸¹ Schwarck, in: Schwarck/Zimmer, WpHG, § 25 Rn. 3, 4.

⁸² U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 25 Rn. 18a.

⁸³ *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 68; *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1479.

⁸⁴ *von Bülow/Stephanblome*, ZIP 2008, 1797, 1800 f; *Gätsch/Schäfer*, NZG 2008, 846, 849; im Ergebnis auch *Brandt*, BKR 2008, 441, 445; a.A. *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2110.

setzgebers gedeckt ist.⁸⁵ Diskutiert wurde eine analoge Anwendung der §§ 22, 25 WpHG a.F. Eine Analogie verlangt einerseits eine planwidrige Regelungslücke, andererseits eine vergleichbare Interessenslage.⁸⁶

Die analoge Anwendung des § 22 WpHG a.F. scheiterte allerdings bereits an einer planwidrigen Regelungslücke, da mit § 25 WpHG a.F. eine speziellere Vorschrift für Finanzinstrumente, wie die Aktienderivate mit Barausgleich, existierte. Dass auch diese Norm den genannten Instrumenten nicht gewachsen war, rechtfertigt keine andere Beurteilung bei der Frage nach einer planwidrigen Regelungslücke in § 22 WpHG a.F.⁸⁷

Denkbar war mithin nur eine analoge Anwendung des § 25 WpHG a.F. Einer Analogie könnte jedoch durch Art. 103 Abs. 2 GG Grenzen gesetzt sein. Hierin verkörpert ist der Grundsatz *nulla poena sine lege stricta*, ein Analogieverbot, wonach die Möglichkeit einer Rechtsfortbildung praeter legem an der Wortlautgrenze verhindert wird, soweit an den Verstoß gegen den auszulegenden Tatbestand eine Sanktion gekoppelt ist. Das verfassungsrechtliche Analogieverbot, das sich einfachgesetzlich auch in § 3 OWiG wiederfindet, könnte sich ebenfalls auf § 25 WpHG a.F. erstrecken, an dessen Verstoß § 39 WpHG a.F. ein Bußgeld knüpft. Dabei ist indes zu beachten, dass das Analogieverbot lediglich die analoge Anwendung der Sanktionsnorm als solche untersagt. Die Bußgeldandrohung folgt aber nicht unmittelbar aus § 25 WpHG a.F., vielmehr wird sie erst durch den Verweis in § 39 WpHG a.F. vermittelt, der im Wege einer Blankettverweisung auf § 25 WpHG a.F. Bezug nahm. Das Analogieverbot erstreckt sich folglich aber nur auf die Sanktionsnorm, mithin auf § 39 WpHG a.F. Dies führt dazu, dass ein Bußgeld nur angeordnet werden kann, wenn die Meldepflicht aus § 25 WpHG a.F. unmittelbar verletzt wird. Für eine analoge Anwendung des § 25 WpHG a.F. wäre der Verweis in § 39 WpHG a.F. und damit auch die Verhängung eines Bußgelds wegen Art. 103 Abs. 2 GG gesperrt. Da § 25 WpHG a.F. seinerseits aber kein Bußgeld verordnet, scheitert eine Analogie nicht bereits am Grundsatz *nulla poena sine lege stricta*.

Gleichwohl müssten für eine Analogie des Weiteren eine planwidrige Regelungslücke und eine vergleichbare Interessenslage vorliegen. Soweit Aktienderivate mit Barausgleich einen faktischen oder wirtschaftlichen Druck auf die Gegenpartei erzeugen wie „eine rechtlich bindende Vereinbarung“, liegt eine vergleichbare Interessenslage nahe.⁸⁸ Aber auch hier ist eine planwidrige Regelungslücke im Ergebnis abzulehnen. Da ausdrücklich nur „rechtlich bindende Vereinbarungen“ erfasst sein sollen, dürfte der Gesetzgeber insoweit eine abschließende Regelung beab-

⁸⁵ Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 366.

⁸⁶ Schwacke, Juristische Methodik, S. 133.

⁸⁷ Anzinger, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 221.

⁸⁸ Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1479.

sichtig zu haben.⁸⁹ Gerade die Wortwahl zeigt, dass sich der Gesetzgeber offenbar auch über die Existenz nicht bindender Vereinbarung bewusst war und diese explizit nicht aufgenommen hat.

5. Zusammenfassung: Beteiligungstransparenz vor der Reform

Wie der Belastungstest zeigte, war das WpHG-Melderegime vor der Reform – wie *Uwe H. Schneider* zutreffend feststellt – „mehr Loch als Käse“.⁹⁰ Nicht erfasst werden konnten unbedingte Erwerbsrechte aus Gestaltungen, die nicht als Finanzinstrumente im Sinne des WpHG zu qualifizieren waren. Dazu gehören Wertpapierdarlehen, *Sale and Repurchase Agreements* sowie der reine Aktienkaufvertrag, etwa bei einer M&A-Transaktion. Bedingte Erwerbsrechte konnten ebenso nicht eingefangen werden, wenn sie nicht an eine Potestativbedingung gekoppelt waren. Dass auch Aktienderivate mit Barausgleich wie *Contracts for Difference*, *Cash Settled Options* oder *Cash Settled Equity Swaps* mit den §§ 21-30 WpHG nicht in den Griff zu bekommen waren, zeigten öffentlichkeitswirksam die Fälle Porsche/VW und Schaeffler/Continental.⁹¹

II. Rechtslage nach dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz

Herausgefordert von Porsche und Schaeffler, antwortete der Gesetzgeber mit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz. Während die Ausführungen zu den §§ 21, 22 WpHG auch nach der Reform weiterhin Geltung beanspruchen, wurde das WpHG-Meldesystem jenseits dieser beiden Vorschriften in zwei Punkten wesentlich modifiziert.⁹² Zum einen wurde der Anwendungsbereich der Meldepflicht aus § 25 WpHG signifikant erweitert. Zum anderen wurde eine neue Publizitätspflicht, § 25a WpHG, geschaffen, die den Zeitpunkt der Offenlegung nun deutlich nach vorne verlagert.⁹³

1. Erweiterter Wortlaut des § 25 WpHG

Zuerst wurde der Wortlaut des § 25 Abs. 1 WpHG erweitert. Dieser erfasst nun nicht nur „Finanzinstrumente“, sondern auch „sonstige Instrumente“, die dem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung stimmberechtigte Aktien zu erwerben. Anders als bisher können damit ab sofort auch Gestaltungen erfasst werden, die nicht unter die Legaldefinition des Finanzinstruments iSv § 2 Abs. 2b WpHG subsumiert werden können,

⁸⁹ *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454, 470; *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1479.

⁹⁰ Sehr anschaulich *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 22 Rn. 5.

⁹¹ Vgl. BaFin, Pressemitteilung v. 21.8.2008. Abrufbar unter www.bafin.de über die Links: „Startseite > Daten und Dokumente > Pressemitteilungen > BaFin: Keine Verletzung von Meldepflichten bei Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt“ (letzter Abruf: 3.9.2013).

⁹² *Brandt*, BKR 2010, 270, 272.

⁹³ *Teichmann/Epe*, WM 2012, 1213.

gleichwohl aber ein unbedingtes Erwerbsrecht einschließen. Dazu gehören Wertpapierdarlehen, *Sale and Repurchase Agreements*⁹⁴ und Aktienkaufverträge.

2. Neue Meldepflicht des § 25a WpHG

Weitaus bedeutsamer ist hingegen die Einführung des § 25a WpHG. Hiermit hat der Gesetzgeber einen Paradigmenwechsel eingeleitet,⁹⁵ indem er sich von der Fallgruppentechnik verabschiedet hat und stattdessen einen unbestimmten Rechtsbegriff bevorzugt. Meldepflichtig ist nun bereits das Halten von Finanz- oder sonstigen Instrumenten, die aufgrund ihrer Ausgestaltung den Erwerb stimmberechtigter Aktien „ermöglichen“. Wann dies der Fall ist, wird durch zwei Regelbeispiele konkretisiert. Ausweislich des ersten Regelbeispiels liegt ein „Ermöglichen“ vor, wenn die Gegenseite des Inhabers ihre Risiken aus diesen Instrumenten durch das Halten von Aktien ausschließen oder mindern könnte (§ 25a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG). Diese Vorschrift richtet sich ausdrücklich gegen Aktienderivate mit Barausgleich, da bei jenen die Gegenpartei ihre Risiken aus dem Derivat typischerweise durch einen Aktien-Hedge absichert.⁹⁶ Das zweite Regelbeispiel erfasst Instrumente, die ein Erwerbsrecht oder eine Erwerbspflicht begründen (§ 25a Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG). Meldepflichtig ist damit nun auch der Stillhalter der Put-Option,⁹⁷ den im Falle der Ausübung der Option eine Erwerbspflicht trifft. Daneben unterliegen ab sofort auch bedingte – vom Willen des Erwerbers unabhängige – Erwerbsrechte der Publizitätspflicht aus § 25a WpHG, soweit eine realistische Chance auf den Bedingungseintritt besteht.⁹⁸ Dies folgt aus der Auslegung der Norm. Hat sich die abstrakte Möglichkeit des Bedingungseintritts zu einer konkreten Chance gesteigert, ist nach der ratio legis eine Offenlegung geboten. Diese möchte frühzeitig erhebliche Beteiligungspotentiale erkennen, so dass auch dann der Erwerb stimmberechtigter Aktien „ermöglicht“ wird.

3. Zusammenfassung: Beteiligungstransparenz nach der Reform

Nach der Reform stützt sich die WpHG-Beteiligungstransparenz auf drei Säulen:⁹⁹ Die erste Säule, §§ 21, 22 WpHG¹⁰⁰, verpflichtet zur Offenlegung von gegenwärtigem Stimmrechtseinfluss. Die zweite Säule, § 25 WpHG, beinhaltet eine Meldepflicht, wenn der Erwerber stimmberechtigte Aktien „im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung“ erwerben kann. Neu eingeführt

⁹⁴ BT-Drucks. 17/3628, S. 19; außerdem *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1480.

⁹⁵ *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 207.

⁹⁶ Dazu bereits B. III. 2. b).

⁹⁷ *Cascante/Bingel*, NZG 2011, 1086, 1089.

⁹⁸ *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 32a, § 25a Rn. 51.

⁹⁹ *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 32a, § 25 Rn. 3.

¹⁰⁰ Mit Ausnahme von § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5. WpHG, der die Offenlegung ebenfalls an einen künftigen Stimmrechtseinfluss knüpft.

wurde mit § 25a WpHG eine dritte Säule. Hiernach sind Gestaltungen zu melden, die – ohne unter § 25 WpHG zu fallen – einen Erwerb stimmberechtigter Aktien ermöglichen. Während die erste Säule einen gegenwärtigen Stimmrechtseinfluss publiziert, zielen die zweite und dritte Säule auf die Offenlegung von künftigem Stimmrechtseinfluss. Vergleicht man die Rechtslage vor der Reform mit der aktuellen, erkennt man, dass der Gesetzgeber einige Lücken im Melderegime schließen konnte. Im Kampf gegen ein Anschleichen an die Zielgesellschaft war die Reform insoweit ein Schritt in die richtige Richtung. Dennoch war auch dies, wie noch zu zeigen sein wird, nicht ausreichend, um alle denkbaren Vorgehensweisen zu erfassen und ein umgehungssicheres Meldesystem zu etablieren.

D. Beteiligungstransparenz in der Europäischen Union

Die Rufe nach verschärften Transparenzpflichten sind auch auf der Ebene der Europäischen Union nicht ungehört geblieben. Bevor aber die jüngsten Änderungen vorgestellt und bewertet werden, ist zuerst zu den Wurzeln der EU-Beteiligungstransparenz zurückzukehren und ausgehend von diesen die europäische Entwicklung nachzuzeichnen.

I. Entwicklung der EU-Beteiligungstransparenz

Das Europäische Kapitalmarktrecht kennt die Beteiligungstransparenz seit der Transparenzrichtlinie I von 1988.¹⁰¹ Diese sah Meldepflichten vor für Beteiligungen von 10%, 20%, 1/3, 50% und 2/3, wobei unter Beachtung des Diskriminierungsverbots strengere nationale Vorschriften ausdrücklich zulässig waren.¹⁰² Nachdem die mindestharmonisierende Transparenzrichtlinie I im Jahr 2001 aufgehoben worden war,¹⁰³ folgte im Jahr 2004 die Transparenzrichtlinie II¹⁰⁴ und mit ihr eine Verschärfung der Transparenzpflichten in Form einer Eingangsmeldeschwelle von 5%, verdichteten Meldeintervallen von 15%, 20% und 30%¹⁰⁵ sowie einer Offenlegungspflicht für das Halten bestimmter Finanzinstrumente.¹⁰⁶ Überdies verringerte sie den Gestaltungsspielraum des nationalen Gesetzgebers; dieser darf zwar weiterhin für die Mitteilung von Informationen im

¹⁰¹ Richtlinie 88/627/EWG des Rates v. 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG Nr. L 348 v. 17.12.1988, S. 62 ff.; im Übrigen *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1242.

¹⁰² *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1242.

¹⁰³ *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 6.

¹⁰⁴ Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 390 v. 15.12.2004, S. 38 (Transparenzrichtlinie II); im Übrigen *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 8.

¹⁰⁵ *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, Vor §§ 21 bis 30 Rn. 6.

¹⁰⁶ *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1242.

Hinblick auf Emittenten mit Sitz im Inland strengere Regeln verabschieden (Art. 3 Abs. 1 UAbs. 2¹⁰⁷), nicht aber – wie bisher – bei Meldepflichten in Bezug auf Emittenten mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat (Art. 3 Abs. 2 lit. b). Bis heute setzt die Transparenzrichtlinie II die Rahmenbedingungen für die Beteiligungstransparenz in der Europäischen Union.

II. Änderung der EU-Transparenzrichtlinie¹⁰⁸

Nach den Maßnahmen des deutschen Gesetzgebers wird auch im europäischen Kapitalmarktrecht eine verschärfte Offenlegung diskutiert. Dazu hat die Kommission einen Vorschlag¹⁰⁹ zur Änderung der EU-Transparenzrichtlinie und der darin enthaltenen Beteiligungstransparenz vorgelegt.¹¹⁰ Diese Modifikationen sind für das Meldesystem der §§ 21-30 WpHG insofern bedeutsam, als diese das transformierte Europarecht abbilden. Sie sind in Umsetzung der Transparenzrichtlinie I entstanden¹¹¹ und stützen sich nach deren Außerkrafttreten nun auf ihre Nachfolgerin, die Transparenzrichtlinie II.¹¹² Der Blick auf die europäischen Vorgaben ist deshalb von großer Wichtigkeit, da diese auch künftig die Rahmenbedingungen für das nationale Melderegime abstecken. Aus diesem Grund soll nun untersucht werden, welche Neuerungen die Kommission im Einzelnen vorschlägt.

1. Änderungsvorschläge der Kommission

Der Vorschlag der Kommission sieht drei wichtige Änderungen vor. Erstens soll die Definition des Finanzinstruments erweitert werden, um den Anwendungsbereich der Offenlegungspflichten auszuweiten.¹¹³ Zweitens rät die Kommission zu einer Zusammenrechnung von Stimmrechten des Erwerbers,¹¹⁴ wie sie das deutsche Recht bereits seit 2008 kennt.¹¹⁵ Drittens sollen die zu-

¹⁰⁷ Art. ohne Zusatz sind solche der EU-Transparenzrichtlinie vom 15. Dezember 2004.

¹⁰⁸ „EU Transparenzrichtlinie“ meint die Transparenzrichtlinie II.

¹⁰⁹ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission, KOM (2011) 683 endgültig (zit.: Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011), S. 6; näher zu den Vorarbeiten *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1243 f.

¹¹⁰ Vgl. *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1244.

¹¹¹ Das Meldesystem der §§ 21-30 WpHG geht zurück auf die Transparenzrichtlinie I. Umgesetzt wurde diese am 1.1.1995 durch das Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl. I 1994, S. 1749; im Übrigen Hildner, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz, S. 22.

¹¹² Nach Außerkrafttreten der Transparenzrichtlinie I wurden die neuen Vorgaben der Transparenzrichtlinie II (EU-Transparenzrichtlinie) durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), BGBl. I 2007, S. 10, in die nationale Rechtsordnung transformiert.

¹¹³ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 20: Art. 13.

¹¹⁴ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 22: Art. 13a.

¹¹⁵ Vgl. dazu etwa § 25 Abs. 1 S. 3 WpHG, der eingeführt wurde durch das Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz), BGBl. I 2008, S. 1666.

ständigen Behörden erweiterte Sanktionsbefugnisse erhalten, um die Meldepflichten effektiv durchsetzen zu können.¹¹⁶

a) Erweiterung der Definition des Finanzinstruments

Art. 13 soll künftig auch solche Finanzinstrumente erfassen, die eine dem Halten von Aktien vergleichbare wirtschaftliche Wirkung entfalten und zwar unabhängig davon, ob sie mit dem Recht zur physischen Abwicklung verknüpft sind.¹¹⁷ Die Kommission folgt damit in der Sache dem deutschen Gesetzgeber, indem bereits die rein faktische Möglichkeit des Stimmrechtseinflusses offenzulegen ist. Dazu gehören Aktienderivate mit Barausgleich wie *Cash Settled Equity Swaps*, *Cash Settled Options* und *Contracts for Difference*, wie sie bei Schaeffler/Continental und Porsche/VW zum verdeckten Beteiligungsaufbau benutzt wurden.¹¹⁸ Rechtstechnisch umgesetzt werden soll das Vorhaben durch eine Erweiterung der Definition des Finanzinstruments in Art. 13.¹¹⁹ Dies ähnelt dem Vorgehen des deutschen Gesetzgebers bei §§ 25, 25a WpHG. Zwar hat dieser das Merkmal „Finanzinstrument“ nicht erweitert, sondern durch den Zusatz „sonstige Instrumente“ ergänzt, damit in der Sache aber ebenfalls den Anwendungsbereich ausgedehnt.

b) Zusammenrechnung gehaltener Aktien und Finanzinstrumente

Wie in Deutschland vor dem Risikobegrenzungs-gesetz von 2008¹²⁰ war auch nach der EU-Transparenzrichtlinie bei der Berechnung der Meldeschwellen eine Zusammenrechnung gehaltener Aktien und zusätzlich gehaltener Finanzinstrumente nicht vorgesehen. Auf diese Weise konnte Schaeffler 2,97% der Continental-Aktien physisch erwerben und weitere 4,95% über Optionen sichern.¹²¹ Schaeffler hatte somit Zugriff auf 7,92% der Continental-Aktien. Da eine Zusammenrechnung nach damaliger Rechtslage nicht durchzuführen war, blieb Schaeffler aber – getrennt betrachtet – jeweils unterhalb der Meldepflichten von 3% und 5% aus §§ 21 Abs. 1 und 25 Abs. 1 WpHG a.F. Eine andere Beurteilung hätte sich auch nicht im Lichte der EU-Transparenzrichtlinie ergeben. Der Vorschlag der Kommission folgt auch hier dem Vorbild Deutschlands, indem er nun mit Art. 13a eine Zusammenrechnung vorsieht.¹²²

¹¹⁶ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 22: Art. 28.

¹¹⁷ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 6, 8, 20.

¹¹⁸ Brandt, BKR 2010, 270, 271.

¹¹⁹ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 8, 20.

¹²⁰ Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz), BGBl. I 2008, S. 1666.

¹²¹ Anzinger, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 192.

¹²² Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 8, 22.

c) Erweiterte Sanktionen

Neben diesen Änderungen auf der Tatbestandsseite sieht der Vorschlag auch eine Modifikation auf der Rechtsfolgenseite vor. Art. 28¹²³ soll in seiner künftigen Fassung die Sanktionsbefugnisse der zuständigen Behörden erweitern, um eine effektive Durchsetzung der Richtlinie zu gewährleisten.¹²⁴ Dazu zählen einerseits die öffentliche Bekanntmachung von Sanktionen, andererseits die Befugnis der Behörden, bei Verstößen gegen die Meldepflichten die Stimmrechte des Aktionärs auszusetzen.¹²⁵ Den nationalen Behörden ist damit ein scharfes Schwert im Kampf gegen melderresistente Unternehmen an die Hand geben, denn ein Anschleichen an eine Zielgesellschaft ist nur sinnvoll, wenn die dabei erworbenen Stimmrechte auch ausgeübt werden können. Das mit der Umgehung von Meldepflichten verbundene Risiko wird daher signifikant erhöht.

2. Mindest- oder Vollharmonisierung?

Die bisherige Rechtsangleichung der Beteiligungstransparenz war weitgehend beschränkt auf eine Mindestharmonisierung.¹²⁶ Zwar durfte der nationale Gesetzgeber für Aktionäre, die Anteile an einem Emittenten mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat erwerben, keine strengeren Vorschriften erlassen (Art. 3 Abs. 2 lit. b), die Beteiligung an Emittenten mit Sitz im Inland konnte diesen hingegen unterworfen werden (Art. 3 Abs. 1). Eine andere Strategie verfolgt nun der Vorschlag der Kommission. Art. 3 soll künftig im Grundsatz auch für Meldepflichten im Hinblick auf Gesellschaften mit Sitz im Inland strengeres nationales Recht verbieten.¹²⁷ Die erhöhte Regelungsintensität¹²⁸ bedeutet einen Wechsel im Harmonisierungskonzept. Doch ist der Weg hin zu einer Vollharmonisierung einer mindestharmonisierenden Richtlinie wirklich vorzuziehen?

a) Vorteile einer Vollharmonisierung

Welche Vorteile eine Vollharmonisierung mit sich bringt, wird umso deutlicher, wenn man sich den Zustand ohne sie vor Augen führt. Aktuell bestehen unter der Schirmherrschaft der mindestharmonisierenden EU-Transparenzrichtlinie in 28 Mitgliedstaaten potentiell 28 verschiedene Systeme zur Beteiligungstransparenz. Hiermit einher geht eine Rechtszersplitterung¹²⁹, der nur mit einem erhöhten Beratungsaufwand auf Seiten der Meldepflichtigen beizukommen ist. Erhöhte Beratungskosten führen aber zu höheren Transaktionskosten.¹³⁰ Spiegelbildlich sinken die

¹²³ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 24.

¹²⁴ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 10.

¹²⁵ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 10.

¹²⁶ U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 10a.

¹²⁷ Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG v. 25.10.2011, S. 17 f.

¹²⁸ Näher dazu Purnhagen, Europarecht, S. 52 Rn. 9.

¹²⁹ Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 408.

¹³⁰ Vgl. Möllers, ZEuP 2008, 480, 503.

Kosten, soweit diese Rechtszersplitterung durch ein kohärentes Schutzniveau verhindert wird. Eine Vollharmonisierung ermöglicht somit einen kostengünstigeren Zugang zu fremden Märkten und befruchtet dadurch grenzüberschreitenden Handel.¹³¹ Einheitliche Transparenzvorschriften erhöhen die Vergleichbarkeit¹³² der Finanzmärkte in den Mitgliedstaaten, fördern die Funktionsfähigkeit des Binnenmarkts¹³³ und ebnen den Weg für einen gemeinsamen EU-Kapitalmarkt.¹³⁴ Größtmögliche Markttransparenz und die damit einhergehende optimierte Allokation von Finanzmitteln innerhalb des Binnenmarktes sprechen folglich für eine Vollharmonisierung.¹³⁵

b) Nachteile einer Vollharmonisierung

Gegen eine Vollharmonisierung könnte hingegen eingewandt werden, sie verhindere den innovationsfördernden¹³⁶ Wettbewerb unter den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten.¹³⁷ Denn die hohe Regelungsintensität einer Vollharmonisierung beraubt den Gesetzgeber seines Gestaltungsspielraums und verbaut dadurch auch individuelle Lösungen. Verstärkt wird dieser Nachteil noch durch eine drohende Versteinerung des Rechts¹³⁸, da ein auf europäischer Ebene erst einmal aufwendig ausgehandelter Kompromiss später regelmäßig schwer zu ändern ist.¹³⁹ Hinzu kommen Zweifel, ob und wie ein einheitliches Regelungssystem reibungslos in 28 nationale Rechtsordnungen eingepasst werden kann.¹⁴⁰ Aus dieser Perspektive sprechen auch gute Gründe gegen eine Vollharmonisierung.

c) Stellungnahme

Die Argumente für und wider eine Vollharmonisierung begegnen sich auf dem ersten Blick auf Augenhöhe. Die Proportionen verzerren sich aber aus Perspektive der Marktteilnehmer. Während der Wettbewerb der Rechtsordnungen abstrakt betrachtet innovationsfördernd sein kann, bringt er konkret nur wenig Nutzen für den einzelnen Investor am Kapitalmarkt. Letztlich sind Rechts-

¹³¹ *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1245.

¹³² *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1246.

¹³³ *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1245.

¹³⁴ Grundlegend Erwägungsgründe der Transparenzrichtlinien I (88/627/EWG) und II (2004/109/EG); ebenso *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 1241, 1246; im Allgemeinen *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, Vor §§ 21 bis 30 Rn. 15.

¹³⁵ *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 409; *Zetzsche*, EBOR 11 (2010), 231, 250, wobei letzterer die Vorteile, nicht aber den eingeschlagenen Weg billigt.

¹³⁶ Ein Wettbewerb der Rechtsordnungen erlaubt flexiblere Lösungen und ermöglicht einen Wettlauf hin zu einem besseren Recht; ein Beispiel hierfür war die GmbH-Reform von 2008 nach der „Limited-Invasion“, vgl. *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 503.

¹³⁷ Vgl. *Wilhelmsson*, ZEuP 2008, 225, 226.

¹³⁸ Vgl. *Möllers*, ZEuP, 480, 502.

¹³⁹ *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401, 408.

¹⁴⁰ Vergleichbarer Gedanke bei *Gsell/Schellhase*, JZ 2009, 20, 27; *Riehm/Schreindorfer*, GPR 2008, 244, 249; *Tamm*, EuZW 2007, 756, 760; außerdem *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401, 408.

normen aber dazu bestimmt, Interessenskonflikte zu lösen.¹⁴¹ Sie dienen mithin den Menschen hinter den Interessen. Die Akteure am Kapitalmarkt profitieren aber mehr von einem *level playing field*¹⁴² in Gestalt eines einheitlichen Schutzniveaus. Transaktionskosten werden verringert. Fremde Märkte werden transparent und vergleichbar. Autonomie wird gefördert. Im Lichte dessen ist eine Beschränkung des Systemwettbewerbs gerechtfertigt. Zutreffend ist, dass der Gestaltungsspielraum durch die höhere Regelungsintensität erheblich eingeschränkt ist.¹⁴³ Kleinere Experimente auf nationaler Ebene könnten aber über zeitlich begrenzte Öffnungsklauseln ermöglicht werden.¹⁴⁴ Auch eine Versteinerung des Rechts ist nicht zu befürchten, solange die Transparenzrichtlinie genügend Freiräume für Durchführungsrichtlinien bereithält.¹⁴⁵ Diese ermöglichen eine zeitnahe Reaktion auf neue Entwicklungen. Da die Pfeiler der Beteiligungstransparenz bereits im Unionsrecht verankert sind, dürfte auch die Umsetzung einer vollharmonisierenden Richtlinie in die nationalen Rechtsordnungen gelingen.¹⁴⁶ Eine Vollharmonisierung ist somit zu begrüßen.¹⁴⁷ Das deutsche Vorreitersystem wäre dabei wohl auch nach einer dahingehenden Änderung der EU-Transparenzrichtlinie¹⁴⁸ europarechtskonform.

E. Diskussion und Kritik

Deutschland und Europa sind vereint im Streben nach mehr Beteiligungstransparenz. Doch was rechtfertigt eine verschärfte Offenlegung? Wie ist dieses Ziel zu erreichen und wie ist das Vorgehen des deutschen Gesetzgebers zu bewerten? Diesen Fragen ist nun nachzugehen.

I. Größtmögliche Transparenz als legitimes Ziel?

Auch in einer sozialen Marktwirtschaft darf ein regulierender Eingriff durch den Gesetzgeber nur die rechtfertigungsbedürftige Ausnahme sein.¹⁴⁹ Gerechtfertigt wäre ein Einschreiten des Ge-

¹⁴¹ Grundlegend Heck, AcP 112 (1914) 1, 17; Bydlinski, Methodenlehre, S. 115.

¹⁴² Übersetzt: gleichmäßiges Spielfeld: vgl. dazu Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 408.

¹⁴³ Bedenken äußert U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § 25a Rn. 11.

¹⁴⁴ Vgl. Fleischer/Schmolke, NGZ 2009, 401, 408.

¹⁴⁵ Näher zur exekutiven Normsetzung Schmolke, EuR 2006, 432, 444 f.

¹⁴⁶ Ähnlich Buchmann, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, S. 37.

¹⁴⁷ Im Ergebnis auch Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 633; Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231, 250, die eine Vollharmonisierung hingegen im Wege einer Verordnung erreichen möchten.

¹⁴⁸ Die Änderungsvorschläge der Kommission mündeten – nach Abgabetermin dieser Seminararbeit – im Wesentlichen in die Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG (EU-Transparenzrichtlinie von 2013), ABl. EU 2013 Nr. L 294 v. 6.11.2013, S. 13 ff.

¹⁴⁹ Fleischer, ZGR 2008, 185, 190; Eichner, ZRP 2010, 1, 7.

setzgebers insbesondere dann, wenn der ungehinderte verdeckte Beteiligungsaufbau zu Marktstörungen führen würde. Ausgangspunkt hierfür ist die Prämisse, dass Des- oder Nichtinformation das Risiko eines Marktversagens erhöht.¹⁵⁰ Dabei sind zwei Marktstörungen denkbar.

Erstens wird bei einem Anschleichen die Preisbildung beeinträchtigt. Der Preismechanismus von Angebot und Nachfrage wird beeinflusst durch die Investitionsentscheidung jedes einzelnen Anlegers. Diese treffen die Marktteilnehmer aber auf Grundlage von Informationen wie der Aktionärsstruktur oder der Verteilung der Stimmrechte,¹⁵¹ durch ein Anschleichen sind diese Angaben aber gerade nicht zuverlässig und ermöglichen daher kein realistisches Bild. Überdies kann es wie bei der Attacke von Porsche auf VW zu einer überraschenden Marktengung und dadurch zu unvorhersehbaren Kursschwankungen kommen, wenn Anteile in verdeckter Weise dem freien Handel entzogen werden und in der Folge nicht mehr genügend vorhanden sind, um die vorhandene Nachfrage, beispielsweise offene Termingeschäfte, zu erfüllen.¹⁵²

Zweitens kann ein Anschleichen Störungen bei öffentlichen Übernahmen verursachen. Wie eingangs erwähnt¹⁵³ verringert eine erhebliche Vorbeteiligung des Anschleichers die Erfolgsaussichten eines Konkurrenzangebots (*toehold-effect*), wodurch der Wettbewerb beeinträchtigt wird.¹⁵⁴

Richtig ist, dass nicht nur fehlende Transparenz, sondern auch volle Transparenz negative Implikationen auf den Markt für Unternehmenskontrolle haben kann.¹⁵⁵ Denn die frühzeitige Offenlegung lässt auch die Suche nach unterbewerteten Unternehmen weniger attraktiv werden, wodurch auch sinnvolle Übernahmen erschwert werden könnten.¹⁵⁶ Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass nicht nur die Interessen des anschleichenden Investors, sondern auch die der übrigen Marktteilnehmer zu wahren sind. Kompensiert werden die Nachteile des Einzelnen durch die Vorteile für den Kapitalmarkt im Allgemeinen. Dieser kann nur bei größtmöglicher Transparenz funktionieren, da erst durch sie das Vertrauen der Anleger in die Märkte gefestigt werden kann. Dieses ist aber notwendige Bedingung für die Investitionsbereitschaft der Marktteilnehmer. Das gilt für Groß- wie für Kleinanleger gleichermaßen, wobei gerade letztere abgeschreckt werden, wenn sie wegen intransparenter Märkte, das Investitionsrisiko nicht abschätzen können. Transparenz ermutigt und erleichtert somit den Marktzugang.¹⁵⁷ Mehr Konkurrenz wirkt sich wiederum positiv auf die Preisbildung aus, denn erst durch konkurrierende Angebote kann ein echter

¹⁵⁰ Anzinger, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 209 m.w.N.

¹⁵¹ U. H. Schneider, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vorb. § 21 Rn. 19.

¹⁵² Dazu bereits B. II. 3.

¹⁵³ Näher zum *toehold-effect* B. III.

¹⁵⁴ Seibt, Stellungnahme, S. 1.

¹⁵⁵ Siehe dazu Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501, 1510.

¹⁵⁶ Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501, 1510 m.w.N.

¹⁵⁷ Anzinger, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 211.

Marktpreis entstehen.¹⁵⁸ Vor diesem Hintergrund erscheint auch das Ziel, unterbewertete Unternehmen aufzufinden, nicht in besonderem Maße schützenswert, solange sich die Leistung der Investoren darin erschöpft, ein auf Intransparenz beruhendes Marktgleichgewicht auszunutzen. Dann ist ein Entgegenwirken des Gesetzgebers nicht unangemessen.

Trotz der positiven Auswirkungen erhöhter Transparenz muss beachtet werden, dass Informationen per se nicht stets nur positiv sind. Das gilt etwa dann, wenn die Publizitätspflichten derart ausgeweitet werden, dass der Markt mit unnötigen Informationen überschwemmt wird. Denn Transparenz beseitigt sich selbst, wenn wichtige und unwichtige Meldungen nicht mehr auseinander gehalten werden können (sog. *Information Overkill*).¹⁵⁹ Soweit dies jedoch berücksichtigt wird, ist ein Tätigwerden des Gesetzgebers gerechtfertigt und zu begrüßen.

II. Wege zur größtmöglichen Transparenz

Doch wie ist das Ziel der größtmöglichen Beteiligungstransparenz rechtstechnisch zu erreichen? Hierzu werden im Schrifttum verschiedene Ansätze diskutiert, wobei sich ein abschließender Konsens noch nicht abzeichnet.

Ein denkbarer Weg ist – wie von *Schneider/Anzinger* vorgeschlagen – eine Generalklausel¹⁶⁰ in Gewand eines prinzipiengeleiteten Offenlegungstatbestands.¹⁶¹ Vorbilder hierfür finden sich in den Erwägungsgründen der Transparenzrichtlinie oder aber im nationalen Recht in § 1 UWG.¹⁶² Gestaltungen sollen demnach im Lichte eines gesetzlich festgelegten Ziels betrachtet werden. Die einzelnen Meldetatbestände sind hingegen durch die flexibleren Rechtsverordnungen zu konkretisieren.¹⁶³

Einen anderen Weg bevorzugen *Baums/Sauter*, die neuen Umgehungsstrategien mit einer Ergänzung der gesetzlichen Fallgruppen begegnen wollen.¹⁶⁴ Aktienderivate sollten danach bereits ab 5% meldepflichtig sein, wenn ihr Wert proportional mit den ihnen zugrundeliegenden Aktien ansteigt. Die Erfassung sämtlicher Aktienderivate soll einerseits eingeschränkt werden durch Ausnahmetatbestände mit Rechtsverordnungscharakter (*safe harbours*), andererseits durch die Ermächtigung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Finanzinstrumente

¹⁵⁸ *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 211.

¹⁵⁹ Siehe zu diesem Problem sehr ausführlich und grundlegend: *Kind*, Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information, S. 504 ff.

¹⁶⁰ So wohl auch *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 228 f., der zwar die Generalklausel von einem prinzipienorientierten Tatbestand abgrenzt, dann aber einsieht, dass auch „seine Lösung“ nicht ohne unbestimmte Rechtsbegriffe verwirklicht werden kann.

¹⁶¹ *U. H. Schneider/Anzinger*, ZIP 2009, 1, 10.

¹⁶² *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 228.

¹⁶³ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1480.

¹⁶⁴ *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454, 488 f.

von der Meldepflicht zu befreien.¹⁶⁵ Ausgenommen werden können damit Gestaltungen, die gerade nicht auf einen verdeckten Beteiligungsaufbau, sondern auf Spekulations- und Arbitragegeschäfte gerichtet sind.¹⁶⁶

Einen Mittelweg geht der deutsche Gesetzgeber seit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz.¹⁶⁷ Er entschied sich in § 25a WpHG für eine Generalklausel konkretisiert durch zwei Regelbeispiele,¹⁶⁸ wobei gerade das erste maßgeschneidert wurde, um künftig Aktienderivate mit Barausgleich wie *Contracts for Difference*, *Cash Settled Equity Swaps* und *Cash Settled Options* der Offenlegung zu unterwerfen.

III. Weg des nationalen Gesetzgebers und seine Schwächen

Nachdem sich der deutsche Gesetzgeber für diesen Weg entschieden hat, ist nun zu prüfen, inwieweit dieser geeignet ist, Umgehungsstrategien künftig einzufangen und die Offenlegungspflichten effektiv durchzusetzen.

1. Tatbestand

Während der nationale Gesetzgeber den Wortlaut des § 25 WpHG erweitert und somit eine bestehende Offenlegungspflicht verschärft hat, geht er mit der Einführung des § 25a WpHG einen völlig neuen Weg. Dabei verfolgte der Wechsel von der Fallgruppen-Technik zur Generalklausel das klare Ziel, ein Anschleichen künftig unmöglich zu machen. Doch ist dies mit § 25a WpHG nun endgültig erreicht oder birgt auch er wider Erwarten noch undichte Stellen? Die Antwort auf diese Frage kann erst durch Auslegung ermittelt werden. Anzuknüpfen ist an das Merkmal „aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen“. Der Wortlaut „Ermöglichen“ impliziert dabei mehr als eine beliebige Chance¹⁶⁹ oder die rein generelle Eignung, mithin eine kausale Verknüpfung zwischen Finanzinstrument und Erwerbsgelegenheit.¹⁷⁰ Darüber hinaus ergibt sich aus dem argumentum e contrario, dass eine Gestaltung nicht meldepflichtig ist, wenn ein Erwerb der Aktien nicht durch sie, sondern erst durch weitere hinzutretende Umstände ermöglicht wird.¹⁷¹ Hierin offenbart sich eine Schwachstelle, die gestalterisch zu attackieren ist.¹⁷² Denkbar wäre insoweit ein vertraglicher Ausschluss des Aktien-Hedge.¹⁷³ Das Regelbeispiel des § 25a Abs. 1 S. 2 Nr. 1

¹⁶⁵ Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454, 493 f.

¹⁶⁶ Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454, 496.

¹⁶⁷ Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 684.

¹⁶⁸ U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 25a Rn. 13, der § 25a WpHG gerade nicht als prinzipiengeleiteten Offenlegungstatbestand qualifiziert.

¹⁶⁹ U. H. Schneider, AG 2011, 645, 648.

¹⁷⁰ U. H. Schneider, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 25a Rn. 23.

¹⁷¹ Vgl. Teichmann/Epe, WM 1213, 1215.

¹⁷² Ähnlich Wackerbarth, ZIP 2010, 1527, 1530.

¹⁷³ Näher dazu Holfter, Öffentliche Annahme durch Anschleichen, S. 194.

WpHG wäre dann nicht erfüllt, da es dem Derivat-Partner, regelmäßig einer Investmentbank, vertraglich untersagt ist, das Risiko durch das Halten der Zielaktien abzusichern. Eine Erwerbsmöglichkeit wird durch eine derartige vertragliche Gestaltung geradezu im Keim erstickt. Das Halten eines solchen Instruments unterliegt folglich auch nicht der Meldepflicht des § 25a WpHG. Ein Aktienerwerb kann dennoch „mittelbar“ erreicht werden. In einem ersten Schritt vermindert der Derivat-Partner sein Risiko durch ein weiteres auf Barausgleich gerichtetes Aktienderivat mit einem Dritten, meist einer anderen Bank.¹⁷⁴ Auch diesem nun dem ersten Aktienderivat entgegen gerichteten¹⁷⁵ Derivat dienen die Zielaktien als Underlying. Der Dritte wird nach den Regeln der wirtschaftlichen Logik die Zielaktien erwerben und diese bei „Wettverlust“ dem Derivat-Partner gem. § 364 Abs. 1 BGB an Erfüllung statt anbieten. Zwar kann diese Konstruktion ebenfalls eine Meldepflicht auf Seiten des Derivat-Partners auslösen. Dies ist aber aus wirtschaftlichen Gründen nicht ebenso effektiv, da eine derartige Meldung durch eine Bank nicht dieselbe Beachtung finden wird, wie eine solche eines strategischen Investors oder eines Private-Equity-Unternehmens. In einem zweiten Schritt könnten der Anschleicher und sein Derivat-Partner kurz vor Fälligkeit des Instruments das vertragliche Verbot aufheben und die Zielaktien an Erfüllung statt akzeptieren.¹⁷⁶ Von diesem Zeitpunkt an unterliegt das Instrument zwar der Meldepflicht. Da die Meldepflichten aus §§ 21 und 25a WpHG aber im einem Zeitpunkt zusammenfallen, bleibt ein Beteiligungsaufbau bis dahin unerkannt. Unabhängig davon, ob dieses Vorgehen als rechtsmissbräuchlich¹⁷⁷ zu qualifizieren wäre, zeigt sich, dass auch § 25a WpHG nicht unüberwindbar bleiben wird. Das gilt umso mehr, als die Generalklausel wegen dem allgemeinen, aus Art. 20 Abs. 3 GG folgenden, Bestimmtheitsgebot¹⁷⁸ einer Konkretisierung bedarf. Diese beschränkt indes wieder die Reichweite jener, da eine Generalklausel stets im systematischen Zusammenspiel mit ihren Regelbeispielen zu betrachten und auszulegen ist. Hierin zeigt sich ein Spannungsverhältnis von Rechtsstaatlichkeit und dem Wunsch nach Umgehungsfestigkeit.

2. Rechtsfolge

Ein Verstoß gegen § 25a WpHG ist eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. f WpHG und kann eine Geldbuße von bis zu 1.000.000 € nach sich ziehen, § 39 Abs. 4 WpHG. Zwar ent-

¹⁷⁴ Vgl. *Holfter*, Öffentliche Annahme durch Anschleichen, S. 195.

¹⁷⁵ Die „Wette“ wird nun spiegelbildlich abgeschlossen, sodass der „Wettverlust“ des Derivat-Partners im ersten Aktienderivat durch den „Wettgewinn“ im zweiten Aktienderivat ausgeglichen werden kann.

¹⁷⁶ *Holfter*, Öffentliche Annahme durch Anschleichen, S. 195.

¹⁷⁷ Verneinend *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 228, der den institutionellen Rechtsmissbrauch nicht auf die öffentlich-rechtlichen Meldepflicht anwenden will.

¹⁷⁸ BVerfGE 49, 168, 181; 59, 104, 114; 62, 169, 183; 80, 103, 107 f.

faltet die Höhe der Geldbuße abstrakt betrachtet eine beeindruckende Drohkulisse.¹⁷⁹ Konkret dürfte die Abschreckung im Lichte einer milliardenschweren Transaktion aber eher gering sein.¹⁸⁰ Es ist daher theoretisch durchaus denkbar, dass ein anschleichendes Unternehmen die Geldbuße akzeptiert, wenn sie durch die Vorteile des verdeckten Beteiligungsaufbaus kompensiert werden kann. Bedauerlich ist, dass der Gesetzgeber eine Suspendierung der Stimmrechte nach § 28 WpHG¹⁸¹ nicht angeordnet hat.¹⁸² Da der Normzweck des § 25a WpHG gerade einen künftigen Stimmrechtseinfluss offenlegen möchte, wäre die konsequente Antwort auf einen Verstoß der Verlust der Stimmrechte.¹⁸³ Während der Anschleicher seine Zeitstrafe auf der Tribüne verbüßen muss, kann sich der Markt auf die neue Situation einstellen.¹⁸⁴ Mit dem Überraschungseffekt verliert der Anschleicher jeden Vorteil¹⁸⁵ den ihm der verdeckte Beteiligungsaufbau erst zugespielt hat. Dennoch ist die Entscheidung des Gesetzgebers für die „zweitbeste“ Sanktion nicht willkürlich. Die Begründung für diese Wahl findet sich im Aktienrecht. Professionelle Anfechtungskläger könnten Hauptversammlungsbeschlüsse mit der Begründung torpedieren, ein Teil der Stimmrechte sei wegen § 28 WpHG suspendiert gewesen.¹⁸⁶ Eine Anfechtungsklage blockiert die Ausführung der Hauptversammlungsbeschlüsse und lähmt damit die Gesellschaft.¹⁸⁷ Dieses Vorgehen ist bei Verstößen gegen §§ 21, 22 WpHG bereits gängige Praxis.¹⁸⁸ Mit einer Koppelung des § 28 WpHG an § 25a WpHG wäre den räuberischen Aktionären ein weiterer Angriffspunkt auf dem Silbertablett serviert. Dies wollte der Gesetzgeber verhindern.¹⁸⁹ Obwohl dieses Vorgehen nachvollziehbar ist, bleibt zweifelhaft, ob das Bußgeld geeignet ist, melderresistente Anschleicher zu disziplinieren.

3. Disproportionalität von Tatbestand und Rechtsfolge

Überdies wird das Verhältnis von Tatbestand und Rechtsfolge gelegentlich unter Verweis auf rechtsstaatliche Gesichtspunkte für bedenklich erachtet.¹⁹⁰ So wurde einerseits der Wortlaut der Meldepflicht aus § 25a WpHG mit einem unbestimmten Rechtsbegriff größtmöglich erweitert, andererseits die Geldbuße in § 39 Abs. 4 WpHG von 200.000 auf 1.000.000 € beachtlich ver-

¹⁷⁹ Näher zu den jüngsten Bußgeld-Leitlinien der BaFin, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 8.1.2014: „Die Bafin will mit hohen Bußgeldern Zähne zeigen“.

¹⁸⁰ Grundlegend *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681, 687; daran anknüpfend *Cascante/Bingel*, NZG 2011, 1086, 1088; wohl auch nach der Reform *U. H. Schneider/Brouwer*, AG 2008, 557, 559.

¹⁸¹ § 28 WpHG erstreckt den Verlust der Stimmrechte nur auf Verstöße gegen §§ 21, 22 WpHG.

¹⁸² So auch *Seibt*, Stellungnahme, S. 8.

¹⁸³ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1482.

¹⁸⁴ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1482.

¹⁸⁵ Vgl. zu den Vorteilen B. II. 1.

¹⁸⁶ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1482.

¹⁸⁷ Näher zur Wirkung der Anfechtung *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, Rn. 320b.

¹⁸⁸ *Baums/Sauter*, ZHR, 173 (2009), 454, 501, Fn. 110.

¹⁸⁹ Vgl. *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1482.

¹⁹⁰ *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1482.

schärft. In der Sache erscheint dies aber noch tragbar, da es bei derartigen Transaktionen regelmäßig um hohe Beträge geht, gegenüber denen die angedrohte Geldbuße kaum ins Gewicht fällt. In den Fällen wirtschaftlich weniger bedeutender Verstöße kann über eine Ermessensausübung zugunsten eines geringeren Bußgeldes die Verhältnismäßigkeit gewährleistet werden.

F. Lösungsvorschlag

Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz bestehende Schlupflöcher geschlossen, die Wurzeln der Umgehungsanfälligkeit des Meldesystems jedoch notwendig unberührt gelassen.¹⁹¹ Ein nachhaltiger Umgehungsschutz könnte aber durch folgende Schritte verwirklicht werden.

I. Tatbestand

Mit § 25a WpHG hat der Gesetzgeber die Publizitätspflichten effektiv ausgeweitet. Zwar sind nun auch Aktienderivate mit Barausgleich von § 25a WpHG erfasst, dauerhaft wird dieser künftigen Umgehungsstrategien aber nicht standhalten können. Eine Möglichkeit dem entgegenzutreten, wäre eine Ermächtigung der BaFin, nach der sie positiv durch Rechtsverordnung bestimmen kann, welche Finanzinstrumente der Meldepflicht unterliegen.¹⁹² Rechtstechnisch kann dies dadurch bewerkstelligt werden, dass das Bundesministerium der Finanzen zum Erlass entsprechender Rechtsverordnungen nach Art. 80 Abs. 1 GG ermächtigt und ihm darüber hinaus gestattet wird, die Befugnis nach Art. 80 Abs. 1 S. 4 GG auf die BaFin zu übertragen. § 25a Abs. 4 S. 2 WpHG sieht dies bereits grundsätzlich vor und könnte dahingehend angepasst werden. Insoweit sind zwar die Bedenken *Anzingers* grundsätzlich richtig, wonach die Konkretisierung einer Generalklausel deren Umgehungsfestigkeit konterkariert.¹⁹³ Denn gerade eine solche Einengung des Tatbestandes birgt stets die Gefahr, dass findige Rechtsanwender einen Weg finden, sich knapp noch innerhalb des erlaubten Rahmens zu bewegen. Dies ist aber einerseits vor dem Hintergrund des Bestimmtheitsgebotes hinzunehmen. Andererseits dürfte durch eine Verordnungsermächtigung zugunsten der BaFin auch eine effektive Gegenstrategie gefunden sein. Die BaFin ist als spezialisierte Institution dicht am Marktgeschehen beteiligt und kann daher Strategien frühzeitig erkennen und aufgrund der eigenen Expertise und der kürzeren Wege sehr viel schneller reagieren, als dies dem Gesetzgeber möglich ist. Es ist daher zu erwarten, dass Umgehungsstrategien

¹⁹¹ *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454, 487, welche die Wurzel der Umgehungsanfälligkeit in der kasuistisch angelegten Struktur der WpHG-Meldetatbestände sehen; im Ergebnis auch *U. H. Schneider*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 44.

¹⁹² *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 148; wohl auch *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401, 409.

¹⁹³ *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 230.

innerhalb kürzester Zeit identifiziert und dann durch eine entsprechende Anpassung der Verordnung untersagt werden können. Eine solche Anpassung könnte daher die beiden widerstreitenden Ziele der Rechtssicherheit und der schnellen Reaktion auf neuartige, unerwünschte Umgehungsstrategien versöhnen und miteinander in Einklang bringen.¹⁹⁴

II. Rechtsfolge

Auf der Rechtsfolgenseite hat der Gesetzgeber aus Angst vor Anfechtungsklagen den Kopf eingezogen und lediglich eine Geldbuße angeordnet. Eine Suspendierung der Stimmrechte wäre indes möglich und wünschenswert, wenn das Risiko von Klagen räuberischer Aktionäre ausgeschlossen werden könnte.¹⁹⁵ Diese stützen ihre Anfechtungsklagen auf die „Verletzung des Gesetzes“ (§ 241 Abs. 1 WpHG) in Gestalt der Nichtbeachtung des § 28 WpHG. Ziel muss es daher sein, diese Rüge aus dem Machtbereich der räuberischen Aktionäre zu entziehen. Rechtstechnisch umsetzen könnte dies eine Ergänzung des § 243 Abs. 3 AktG, wonach eine Anfechtungsklage nicht auf die Nichtbeachtung des Stimmrechtsverlusts nach § 28 WpHG gestützt werden kann. Hiergegen könnte zwar zu Recht eingewandt werden, dass dadurch die Rechte der Aktionäre in bedenklicher Weise verkürzt werden. Die Beschneidung der Aktionärsrechte wäre aber dadurch zu kompensieren, dass die BaFin zur „Wächterin der Aktionärsinteressen“ befördert wird. Dazu wäre sie mit ihrem konzentrierten Sachverstand qualifiziert. Notwendig wäre hierfür eine öffentlich-rechtliche Ermächtigungsgrundlage, wonach die BaFin den Stimmrechtsverlust durch Verwaltungsakt anordnet. Diese könnte in § 28 WpHG inkorporiert werden. Die Frage der Rechtmäßigkeit des angeordneten Stimmrechtsausschlusses wäre somit nach § 40 Abs. 1 S. 1 VwGO dem Verwaltungsrechtsweg zugewiesen. Gegen diese Folge könnte jedoch sprechen, dass für derartige Klagen nach § 246 Abs. 3 AktG bisher das Landgericht, also die ordentliche Gerichtsbarkeit zuständig war und insoweit auch der Sachverstand dort konzentriert ist. Dieses Problem umgeht eine abdrängende Sonderzuweisung. So könnte § 28 WpHG zusätzlich dahingehend ergänzt werden, dass die Frage der Rechtmäßigkeit des durch die BaFin angeordneten Stimmrechtsverlusts den ordentlichen Gerichten zugewiesen ist. Eine solche Änderung wäre nicht nur praktikabel, sie entlastet im Ergebnis auch die Zivilgerichte. Denn soweit die Rüge der Nichtbeachtung des § 28 WpHG die Wirksamkeit der Hauptversammlungsbeschlüsse nicht berührt, schwindet auch das Interesse der Berufskläger auf Erlass eines den Stimmrechtsverlust

¹⁹⁴ Vgl. *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1482.

¹⁹⁵ Andere Ansätze finden sich in Österreich und in der Schweiz. Während in Österreich § 124 AktG den Satzungsgeber ermächtigt, bei Verstößen gegen Transparenzpflichten einen Stimmrechtsverlust zu bestimmen, wird in der Schweiz der Stimmrechtsverlust durch Gerichtsurteil konstitutiv angeordnet, vgl. dazu *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477, 1483 m.w.N.

anordnenden Verwaltungsakts zu klagen. Vielmehr wäre nur noch mit solchen Verfahren zu rechnen, bei denen Aktionäre tatsächlich aus eigenem Interesse an der Gesellschaft selbst ein Vorgehen gegen die BaFin anstreben. Weitergehende monetäre Ziele bestünden demgegenüber nicht. Der Stimmrechtsverlust könnte daher auch auf §§ 25, 25a WpHG erstreckt werden. Dem steht nicht entgegen, dass die Aktien dem Meldepflichtigen im Zeitpunkt der Meldepflicht noch nicht gehören.¹⁹⁶ Denn ein Stimmrechtsverlust kann auch für noch zu erwerbende Stimmrechte angeordnet werden. Nicht übersehen werden darf indes die potentielle Gefahr der Amtshaftung bei Untätigkeit der BaFin. Dem könnte aber mit einer internen Haftungsüberleitung auf den anschleichenden Investor begegnet werden, beispielsweise durch einen Regressanspruch der BaFin. Diese Konstruktion hätte jedenfalls den Vorteil, dass die Gefahr der Lähmung der Gesellschaft durch Aktionärsklagen beseitigt würde, da Streitigkeiten allein im Verhältnis zwischen BaFin als staatlicher Behörde und privatem Anleger ausgetragen würden. Aus diesem Grund würden auch räuberische Aktionäre von diesem Vorgehen abgeschreckt, wenn sie keinen finanziellen Schaden aufweisen können, sondern lediglich in der Hoffnung auf Gewinn Klagen gegen die Gesellschaft erheben.

Durch die Kombination von Bußgeld und Stimmrechtsverlust würde ein effektives Sanktionensystem geschaffen, dass die Missachtung von Transparenzvorgaben unattraktiv werden lassen würde. Die Verhängung eines Bußgelds wäre wegen der Konkretisierung der Rechtsverordnung durch die BaFin ohne weiteres rechtsstaatlich zulässig und auch infolge seiner relativ geringen Höhe als Sanktion nicht zu beanstanden. Die Suspendierung der Stimmrechte dient demgegenüber in erster Linie dem Schutz der übrigen Anteilseigner, so dass dieses Vorgehen auch aus diesem Grund neben dem Bußgeld, dass echte Sanktion für das Fehlverhalten verstanden werden muss, zulässig und verhältnismäßig ist.

G. Fazit und Ausblick

Das Spannungsverhältnis zwischen Handlungsfreiheit und Transparenz hat der deutsche Gesetzgeber zugunsten verschärfter Transparenzpflichten aufgelöst. Ebendies plant auch der europäische Gesetzgeber. Wie in Deutschland soll nun auch die faktische Erwerbsmöglichkeit von stimmberechtigten Aktien offengelegt werden. Dabei visiert die Modifikation der EU-Transparenzrichtlinie – anders als bisher – eine Vollharmonisierung an. Die Bekenntnisse Deutschlands und Europas zu mehr Beteiligungstransparenz sind unter ökonomischen Gesichtspunkten zu begrüßen. Vor allem die Reform in Deutschland war ein Schritt in die richtige Rich-

¹⁹⁶ So aber *Schwarck*, in: *Schwarck/Zimmer*, WpHG, § 25 Rn. 19.

tung. Um seinen Vorsprung gegenüber den Anschleichern zu bewahren, darf sich der Gesetzgeber jetzt aber nicht zurücklehnen. Ein denkbarer Weg wäre erstens eine Ermächtigung der BaFin, die meldepflichtigen Gestaltungen in einer Rechtsverordnung positiv zu formulieren. Zweitens sollte die Sanktion des Stimmrechtsverlusts aus § 28 WpHG auch auf §§ 25, 25a WpHG ausgedehnt werden. Denn allein ein Stimmrechtsverlust sichert eine effektive Durchsetzung der Meldepflichten. Folgt er dabei dem hier vorgestellten Lösungsweg, sind auch Anfechtungsklagen räuberischer Aktionäre nicht zu befürchten. Sollte der Gesetzgeber nun weitere Schritte einleiten, um den Abstand zu den melderessistenten Rechtsanwendern zu vergrößern, stehen die Chancen gut, dass er aus dem Wettlauf als Sieger hervorgeht.

LITERATURVERZEICHNIS

- Anzinger, Heribert M.* Anschleichen an börsennotierte Unternehmen als kapitalmarkt-rechtliches Problem, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. 187-234 (zitiert: *Anzinger*, in: GRV, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, S. ...)
- Anzinger, Heribert M.* Die normative Reichweite des Transparenzgebots für Beteiligungen an börsennotierten Kapitalgesellschaften – Plädoyer für einen Paradigmenwechsel im Melderegime, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 2011, S. 391-396
- Assmann, Heinz-Dieter/
Schneider, Uwe H.
(Hrsg.)* Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 5. Auflage 2009 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, 5. Auflage, § ... Rn. ...)
- Assmann, Heinz-Dieter/
Schneider, Uwe H.
(Hrsg.)* Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 6. Auflage 2012 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/U. H. Schneider, WpHG, § ... Rn. ...)
- Bachmann, Gregor* Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, in: Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) Band 172, 2008, S. 597-634
- Bachmann, Gregor* Rechtsfragen der Wertpapierleihe, in: Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) Band 173, 2009, S. 596-648
- Baums, Theodor/
Sauter, Maike* Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten, in: Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 173 (2009), S. 454-503

- Brandt, Ulrich* Transparenz nach dem RisikobegrenzungsG – und darüber hinaus, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2008, S. 441-452
- Brandt, Ulrich* Meldepflichten für aktienbasierte Instrumente: Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums (AnlegerStärkungsG), in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2010, S. 270-275
- Buchmann, Tobias* Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien – Zugleich ein Beitrag zur Normkonkretisierung im Anwendungsbereich des Lamfalussy-Verfahrens, 2008 (zitiert: *Buchmann*, Umsetzung vollharmonisierender Richtlinien, S. ...)
- Burgard, Ulrich* Die Berechnung des Stimmrechtsanteils nach §§ 21-23 Wertpapierhandelsgesetz, in: Betriebs-Berater (BB) 1995, S. 2069-2078
- Bülow, Christoph von/
Stephanblome, Markus* Acting in Concert und neue Offenlegungspflichten nach dem RisikobegrenzungsG, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2008, S. 1797-1806
- Bydlinski, Franz* Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff, 2. Auflage Nachdruck 2011 (zitiert: *Bydlinski*, Methodenlehre, S. ...)
- Cahn, Andreas/
Ostler, Nicolas* Eigene Aktien und Wertpapierleihe, in: Die Aktiengesellschaft (AG) 2008, S. 221-242
- Cascante, Christian/
Bingel, Adrian* Verbesserte Beteiligungstransparenz (nicht nur) vor Übernahmen? Die Vorschriften des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2011, S. 1086-1096

- Cascante, Christian/
Topf, Cornelia* „Auf leisen Sohlen“ – Stakebuilding bei der börsennotierten AG, in: Die Aktiengesellschaft (AG) 2009, S. 53-72
- Dönges, Flemming Vasco* Die §§ 21 ff. WpHG als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB, Würzburger Rechtswissenschaftliche Schriften Band 85, 2012
- Eichner, Moritz Peter* Anschleichen bei Unternehmensübernahme – Perfides taktisches Manöver oder achtbare strategische Entscheidung?, in: Zeitschrift für Rechtspolitik (ZRP) 2010, S. 5-8
- Engert, Andreas* Hedgefonds als aktivistische Aktionäre – Die Einflussnahme auf Publikumsgesellschaften als Anlagestrategie von Hedgefonds und ihre Eingrenzung durch Insiderrecht, Anteilstransparenz und übernahmerechtliches Pflichtangebot, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2006, S. 2105-2113
- Fleischer, Holger* Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2008, S. 185-224
- Fleischer, Holger/
Schmolke, Klaus Ulrich* Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§ 21 ff. WpHG und „Hidden Ownership“, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2008, S. 1501-1512
- Fleischer, Holger/
Schmolke, Klaus Ulrich* Das Anschleichen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft – Überlegungen zur Beteiligungstransparenz de lege lata und de lege ferenda –, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2009, S. 401-409
- Fleischer, Holger/
Schmolke, Klaus Ulrich* Die Reform der Transparenzrichtlinie: Mindest- oder Vollharmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität?, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2010, S. 1241-1248

- Fuchs, Andreas (Hrsg.)* Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2009
- Gätsch, Andreas/
Schäfer, Frank A.* Abgestimmtes Verhalten nach § 22 II WpHG und § 30 II WpÜG in der Fassung des Risikobegrenzungsgesetzes, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2008, S. 846-851
- Gsell, Beate/
Schellhase, Hans Martin* Vollharmonisiertes Verbraucherkreditrecht – Ein Vorbild für die weitere europäische Angleichung des Verbrauchervertragsrechts?, in: JuristenZeitung (JZ) 2009, S. 20-29
- Heck, Philipp* Gesetzesauslegung und Interessenjurisprudenz, in: Archiv für civilistische Praxis (AcP) Band 112, 1914, S. 1-313 (zitiert: *Heck*, in: AcP 112 (1914), 1, ...)
- Heusel, Matthias* Die Rechtsfolgen einer Verletzung der Beteiligungstransparenzpflichten gem. §§ 21 ff. WpHG, 2011 (zitiert: *Heusel*, Rechtsfolgen, S. ...)
- Hildner, Matthias* Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen – Die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten verbundener Unternehmen bei Veränderung des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften gem. § 21 ff. WpHG, 2002 (zitiert: *Hildner*, kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz, S. ...)
- Hirte, Heribert
Möllers, Thomas M. J.
(Hrsg.)* Kölner Kommentar zum WpHG, 2007 (zitiert: *Bearbeiter*, in: KölnKomm. WpHG, § ... Rn. ...)
- Holfter, Marc* Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten des WpHG – Eine juristische Analyse, 2012 (zitiert: *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, S. ...)

- Hull, John C.* Options, futures and other derivatives, 7th edition 2009
- Kind, Sandra* Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtegesetz, 1998 (zitiert: *Kind*, Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information, S. ...)
- Klöhn, Lars* Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas – Am Beispiel des „verständigen Anlegers“ im Sinne des deutschen und europäischen Insiderrechts, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (ZHR) 2013, S. 349-387
- Krause, Hartmut* Die erweiterte Beteiligungstransparenz bei börsennotierten Aktiengesellschaften – Neue Mitteilungspflichten für Eigenkapitalderivate und andere Instrumente aufgrund des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes, in: Die Aktiengesellschaft (AG) 2011, S. 469-484
- Langenbacher, Katja* Aktien- und Kapitalmarktrecht – ein Studienbuch, 2. Auflage 2011
- Larenz, Karl* Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Auflage 1991
- Lehmann, Matthias* Finanzinstrumente – Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände, Jus Privatum – Beiträge zum Privatrecht Band 145, 2009 (zitiert: *Lehmann*, Finanzinstrumente, S. ...)
- Liebscher, Thomas* Das Übernahmeverfahren nach dem deutschen Übernahmegesetz – Übernahmerechtliche Grenzen der Gestaltungsfreiheit im Hinblick auf die Übernahmestrategie des Bieters, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2001, S. 853-869

- Merkner, Andreas/
Sustmann, Marco* Vorbei mit dem unbemerkten Anschleichen an börsennotierte Unternehmen?, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2010, S. 681-688
- Merkner, Andreas/
Sustmann, Marco* Wertpapierleihe und Empty Voting – Weitergehender Transparenzbedarf im WpHG?, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2010, S. 1170-1175
- Meyer, Andreas/
Kiesewetter, Matthias* Rechtliche Rahmenbedingungen des Beteiligungsaufbaus im Vorfeld von Unternehmensübernahmen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), S. 340-349
- Möllers, Thomas M. J.* Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht – Vollharmonisierung, Generalklauseln und *soft law* im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, in: Zeitschrift für Europäisches Privatrecht (ZEuP) 2008, S. 480-505
- Noack, Ulrich /
Zetsche, Dirk* Verdeckter Positionsaufbau in börsennotierten Aktiengesellschaften – Anlegerschutz, Publizität und Enforcement, in: Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhundert – Festschrift für Eberhard Schwarck zum 70. Geburtstag, 2009, S. 569-586 (zitiert: *Noack/Zetsche*, in: FS Schwarck, S. ...)
- Purnhagen, Kai* Europarecht, 2012
- Renz, Hartmut/
Rippel, Julia-Christine* Änderungen der Transparenzvorschriften gem. § 21 ff. WpHG (Mitteilungspflichten von Stimmrechten) durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2011, S. 235-238

- Riehm, Thomas/
Schreindorfer, Benedikt* Obligationenrecht (einschl. ziviles Verbraucherrecht) – Das Harmonisierungskonzept der neuen Verbraucherkreditrichtlinie, in: Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht (GPR) 2008, S. 244-249
- Schiessl, Maximilian* Beteiligungsaufbau mittels Cash-settled Total Return Equity Swaps – neue Modelle und Einführung von Meldepflichten, in: Der Konzern 2009, S. 291-299
- Schmolke, Klaus Ulrich* Die Einbeziehung des Komitologieverfahrens in den *Lamfalussy*-Prozess – Zur Förderung des Europäischen Parlaments nach der Entscheidungsteilhabe, in Europarecht (EuR) 2006, S. 432-448
- Schneider, Uwe H.* § 25a WpHG – die dritte Säule im Offenlegungsrecht, in: Die Aktiengesellschaft (AG) 2011, S. 645-654
- Schneider Uwe H./
Brouwer, Tobias* Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten bei Finanzinstrumenten, Die Aktiengesellschaft (AG) 2008, S. 557-565
- Schneider Uwe H./
Brouwer, Tobias* Kapitalmarktrechtliche Transparenz bei der Aktienleihe, in: Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag, 2009, S. 1411-1426 (zitiert: *U. H. Schneider/Brouwer*, in: FS Karsten Schmid, S. ...)
- Schneider Uwe H./
Anzinger Heribert M.* Umgehung und missbräuchliche Gestaltungen im Kapitalmarktrecht oder: Brauchen wir eine § 42 AO entsprechende Vorschrift im Kapitalmarktrecht, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2009, S. 1-10
- Schneider Uwe H./
Müller-von Pilchau,
Hans-Jürgen* Der nicht registrierte Namensaktionär – zum Problem der freien Meldetatbestände, in: Die Aktiengesellschaft (AG) 2007, S. 181-190

- Schwacke, Peter* Juristische Methodik mit Technik der Fallbearbeitung, 5. Auflage 2011 (zitiert: Schwacke, Juristische Methodik, S. ...)
- Schwarck, Eberhard/
Zimmer, Daniel (Hrsg.)* Kapitalmarktrechtskommentar – Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Auflage 2010 (zitiert: Bearbeiter, in: Schwarck/Zimmer, WpHG, § ... Rn. ...)
- Seibt, Christoph H.* Verbandssouveränität und Abspaltungsverbot im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Revisited: Hidden Ownership, Empty Voting und andere Kleinigkeiten, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2010, S. 795-835
- Seibt, Christoph H.* Stellungnahme in Thesen im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“ – zu Art. 1 Nr. 1 bis 4 und Art. 4 (Erweiterung der Beteiligungstransparenz) vom 26. November 2010, abrufbar unter www.bundestag.de (zitiert: *Seibt*, Stellungnahme, S. ...)
- Tamm, Marina* Das Grünbuch der Kommission zum Verbraucheracquis und das Modell der Vollharmonisierung – eine kritische Analyse, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (EuZW) 2007, S. 756-761
- Teichmann, Christoph/
Epe, Daniel* Neuer Regelungsansatz in der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz: Generalklausel statt Fallgruppen-Lösung, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 2010, S. 1477-1483

- Teichmann, Christoph/
Epe, Daniel* Die neuen Meldepflichten für künftig erwerbbaare Stimmrechte (§§ 25, 25a WpHG), in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM) 2012, S. 1213-1220
- Wackerbarth, Ulrich* Ein Seismograph für Übernahmeaktivitäten – Neue Regeln zum Verhindern des „Anschleichens“ an potenzielle Zielgesellschaften im Diskussionsentwurf eines „Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts“, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2010, S. 1527-1535
- Wilhelmsson, Thomas* Full Harmonisation of Consumer Contract Law?, in: Zeitschrift für Europäisches Privatrecht (ZEuP) 2008, S. 225-229
- Zetzsche, Dirk* Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions Referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against the CESR Proposal, European Business Organization Law Review (EBOR) Volume 11 (2010), S. 231-252. (zitiert: *Zetzsche*, EBOR 11 (2010), 231, ...)