

Matthias A. Diegelmann

Der Strategie- und Mittelherkunftsbericht
des Investors gemäß
§ 43 WpHG (§ 27a WpHG a.F.)



Nomos

Studien zum Gesellschaftsrecht

herausgegeben von

Prof. Dr. Ulrich Haas

Prof. Dr. Detlef Kleindiek

Prof. Dr. Christoph Teichmann

Band 22

Matthias A. Diegelmann

Der Strategie- und Mittelherkunftsbericht
des Investors gemäß
§ 43 WpHG (§ 27a WpHG a.F.)



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Würzburg, Univ., Diss., 2023

u.d.T.: §§ 25a, 27a WpHG a.F. – Transparenz um jeden Preis!?

ISBN 978-3-7560-1217-6 (Print)

ISBN 978-3-7489-1747-2 (ePDF)

1. Auflage 2023

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2023. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Consummatum est. Deo gratias.

Über eine Dekade nach der ersten Idee zu dieser Dissertation liegt jetzt das Ergebnis in Form dieser Arbeit vor, für das die Julius-Maximilians-Universität Würzburg dem Verfasser das Doktordiplom aushändigen wird. Hierfür ist der Verfasser nach der langen Zeit sehr dankbar. Bisweilen zweifelte auch er, ob die Fertigstellung neben beruflichen und privaten Herausforderungen noch möglich, wirklich erforderlich oder gar sinnvoll sei, zumal der Start in das Berufsleben erfolgreich gelungen war und immer länger zurück lag. Würde die stets rarer werdende Zeit ausreichen, das Projekt zu vollenden? Die Antwort auf derart grundsätzliche Fragen und aufkommende Zweifel war immer ein klares „Ja!“. Die Beweggründe hierfür waren in den verschiedenen Phasen unterschiedlichen Faktoren oder Personen geschuldet, weshalb an dieser Stelle zumindest einigen Weggefährten gedankt werden soll.

Zuvorderst bedanke ich mich sehr bei meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Christoph Teichmann, für die Betreuung meiner Arbeit, die von der Unterstützung bei der Bewerbung zur Promotionsförderung bis zur Aufnahme in die Schriftenreihe „Studien zum Gesellschaftsrecht“ reichte. Weiterhin gilt mein besonderer Dank meinem Zweitgutachter, Herrn Professor Dr. Olaf Sosnitza, für die Erstellung des Zweitvotums sowie der Stiftung der Deutschen Wirtschaft für die Förderung im Rahmen der Begabtenförderung aus Mitteln des Bundesministeriums für Bildung und Forschung.

Ein besonderer Dank soll an dieser Stelle auch meinem ersten Chef, Herrn Rechtsanwalt Dr. Tobias A. Heinrich, ausgesprochen werden. Ohne ihn und seine Begeisterung für das Wertpapierrecht hätte ich mich vermutlich nicht so früh in meiner juristischen Laufbahn mit dem WpHG befasst und wäre somit auch nie auf dieses sehr spannende Promotionsthema aufmerksam geworden.

Weiterhin ist es mir ein Anliegen, mich ganz besonders bei den persönlichen Begleitern herzlich zu bedanken. Hier sind besonders meine Mutter, meine Frau Anne und meine Kollegin Christin hervorzuheben. Alle drei Damen haben mich in unterschiedlichen Phasen der Arbeit auf ihre

Vorwort

Weise unterstützt und somit ihren Beitrag zum Gelingen dieser Promotion beigetragen.

Abschließend richte ich noch einen stillen Dank gen Himmel an meinen leider viel zu früh verstorbenen besten Freund Dr. med. Stephan Hartwig. Er hat mir immer Mut zugesprochen, dass ich es schaffen werde, mich getadelt, wenn es nötig war, und zugleich stets herzlich angehalten und erinnert, die Arbeit gegen jegliche Widerstände und Widrigkeiten fortzusetzen.

Matthias A. Diegelmann

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
A. Vorwort	21
I. Neue Nummerierung, leicht geänderte Systematik, alter Regelungsgehalt, bekannte Probleme	24
II. Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21, 22, 25 WpHG	25
III. Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 25a WpHG	28
IV. Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 27a WpHG	30
B. Macht und Ohnmacht des Gesetzgebers	33
I. „Heuschrecken“ und „Anschleichen“ – (k)ein Problem!?	35
1. Das Instrumentarium der (Finanz-) Investoren	36
2. Vom Klassiker zur Rechtsgeschichte – „Es war einmal...“	38
II. Präzedenz und Prominenz – lehrbuchreife Praxisfälle	41
1. David gegen Goliath – Porsche vs. Volkswagen	41
2. Die Causa Schaeffler – Continental	48
3. Rückblick – status ex post	54
III. Information Overload	57
1. Verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie und Information Overload	58
a) Theorie trifft Wirklichkeit – eine Bestandsaufnahme	58
b) Begrenzte Rationalität – der Mensch ist keine Maschine	60
c) Information Overload – der abnehmende Grenznutzen von Informationen	62
d) Auswirkungen des Information Overload auf die Marktteilnehmer	64
2. Information Overload am Kapitalmarkt	66
a) Der Anleger im Zeitalter des Information Overload	66

b) Informationspflichten als Mittel des Anlegerschutzes	67
c) Evaluation des Status quo	70
3. Information Overload als Faktum – der Versuch einer Verifikation	74
C. Grundlagen	81
I. Normzwecke	81
1. § 27a WpHG	81
2. § 25a WpHG	83
II. Entstehungsgeschichte und Ziele des Gesetzgebers	84
1. Allgemeines	84
2. § 27a WpHG	85
a) Ausgangslage	85
b) Gesetzgebungsverfahren	86
c) Allgemeine Ziele des Gesetzgebers – (alte) nationale Ziele und (neue) internationale Probleme	90
d) Besondere Ziele des Gesetzgebers	98
3. § 25a WpHG	99
a) Ausgangslage	99
b) Gesetzgebungsverfahren	100
c) Allgemeine Ziele	102
d) Besondere Ziele	103
D. Rechtsvergleichung – Vorgaben und Pendants des § 27a WpHG	107
I. Europäisches Recht	107
1. Ausgangslage beim Erlass des § 27a WpHG	107
2. Entwicklungen nach dem Erlass des § 27a WpHG	109
a) Vorschlag zur Änderung der Transparenzrichtlinie II	109
b) Transparenzrichtlinie III – Keine Vollharmonisierung, kein Ende des § 27a WpHG	110
II. Vereinigte Staaten von Amerika	112
1. Rechtsrahmen	112
2. Offenlegungspflichten gemäß Section 13 (d) SEA	113
a) Meldepflicht	113
b) Hintergründe	115
c) Rechtsbehelfe	116

III. Frankreich	118
1. Rechtsrahmen und Ausgangslage	118
2. Alte Rechtslage	119
3. Rechtslage zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des § 27a WpHG	119
E. Tatbestandsvoraussetzungen des § 27a WpHG	123
I. Normadressat	123
1. Grundsatz	123
2. Meldepflichtige Personen	124
a) Direkterwerb, § 21 Abs. 1 WpHG	124
b) Zurechnungsfälle, § 22 WpHG	124
aa) Mehrstöckige Erwerbsstrukturen	124
bb) Mehrstöckige Struktur des Zielunternehmens	126
cc) Weitere Zurechnungsfälle	127
c) Das Verhältnis des § 27a WpHG zu den §§ 25, 25a WpHG	127
aa) Meinungsstand	128
bb) Der neue Ansatz des Gesetzgebers im ASFVG	129
cc) § 27a WpHG im erweiterten Regelungsregime	131
dd) Kritische Würdigung eines widersprüchlichen Verhaltens	136
(1) Die Ausgangslage	136
(2) Pro und contra einer Aggregation von Beteiligungen i.R.d. § 27a WpHG	137
(3) Klassifizierung von (Finanz-) Instrumenten im Hinblick auf § 27a WpHG	139
(4) Kostenallokation qua Publizitätspflichten – Transparenz hat einen Preis	141
(5) Auswirkungen einer Aggregation hinsichtlich des Information Overload	145
d) 10 %-Eingangsmeldeschwelle	146
aa) Keine Meldepflicht i.R.d. Heruntermeldens	146
bb) § 27a WpHG im Verhältnis zu §§ 21 ff. WpHG – Statik vs. Dynamik	147
cc) Die Bedeutung von niedrigen Meldeschwellen	148
dd) Ausgangslage für den Gesetzgeber	150
(1) Hintergründe der Kritik	151

(2) Kleiner Großaktionär – das Problem der niedrigen Hauptversammlungspräsenz	152
(i) Die Adäquanz von Meldeschwellen liegt (auch) im Auge des Betrachters	153
(ii) (Faktische) Grenzen des Transparenzgewinns durch Regelungsverschärfung	155
(iii) Eigenverantwortung stärken – der mündige Aktionär in der Pflicht	157
ee) Optimierungsmöglichkeiten	160
(1) Erwägungen für eine höhere Eingangsmeldeschwelle	160
(2) Komplexe Gemengelage – überproportionaler Einfluss kraft eigener Teilnahme, übernahmerechtliche Wertungen und beteiligungsrechtliche Transparenz	162
(3) Höhe der Eingangsmeldeschwelle – ein Balanceakt zwischen Relevanz und Adäquanz	163
(4) Interessengerechte Lösungen mittels Klassifizierung und Differenzierung	165
e) Emittent, für den die Bundesrepublik Herkunftsstaat ist	166
f) (Nicht) erfasste Meldepflichtige	168
aa) Sog. Altbestände	168
bb) Erstmalige Zulassung von Aktien zum Handel	169
3. Ausnahmen von der Meldepflicht	171
II. Mitteilungsfrist	174
1. Rechtliche Vorgaben	174
2. Kritikpunkte betreffend die Länge der Mitteilungsfrist	175
a) Aktienrally dank anhaltender Geldflut der Notenbanken	176
b) Zeit als limitierender Faktor der Relevanz von Informationen	177
c) Halbwertszeit von Informationen – Bedeutungslosigkeit von Mitteilungen durch Zeitab-lauf	178
3. Folgen und Folgerungen	180
a) Keine zeitnahe Transparenzsteigerung für den Markt	181
b) Ein latentes und immanentes Risiko der Transparenzvermeidung	182

III. Mitteilungsinhalt – Strategie- und Mittelherkunftsbericht	183
1. Das Investitionsziel	184
a) Strategische Ziele	185
b) Finanzielle Ziele	186
c) Abgrenzung	186
aa) Kritische Würdigung – (falsche) Maßstäbe	187
bb) Ausnahmen von der Mitteilungspflicht hinsichtlich der Anlageziele?	190
2. Die Aufstockungsabsicht	192
a) Grundsatz	192
b) Die Aufstockungsabsicht im Lichte des ASFGV	194
3. Personelle Einflussnahme	196
4. Änderung der Kapitalstruktur	199
5. Mittelherkunft	203
a) Inhaltliche Anforderungen	203
b) Wechselwirkung zwischen den Inhalten der Pflichtangaben und Bedeutung	205
c) Anteilserwerb ohne Einsatz finanzieller Mittel und (Nicht-) Beachtung von Transaktionskosten	206
6. Bindungswirkung und Aktualisierungspflicht einer § 27a-Mitteilung	209
a) Grundsatz	209
b) Zeitliche Dimension der Aktualisierungspflicht	210
aa) Gebotenheit der Begrenzung der Aktualisierungspflicht	211
bb) Zeitliche Grenze der Aktualisierungspflicht	212
cc) Lösungsansatz – teleologische Reduktion <i>de lege lata</i>	214
IV. Mitteilungsmodalitäten	215
V. Veröffentlichungspflicht nach § 27a Abs. 2 WpHG	216
1. Grundsatz	216
2. Weitere Pflichten des Emittenten	218
VI. (Keine) Sanktionen	221
1. Ausgangslage des Gesetzgebers – keine Sanktionierung	221
a) Fehlende Überprüfung	222
b) Handlungsoptionen des Gesetzgebers	224
c) Kritik	226

2. „Corporate shaming“	229
a) Unbeachtete Symbolgesetzgebung?	229
b) Eindrücke aus der Praxis	231
3. Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung	232
a) § 27a WpHG als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB?	233
b) § 826 BGB – vorsätzliche sittenwidrige Schädigung	236
4. Weitere kapitalmarktrechtliche Straf- und Bußgeldvorschriften	237
a) Verbotene Marktmanipulation	237
b) Verbotene Insidergeschäfte	241
5. Zwangsmaßnahmen	244
a) Erzwingung der Mitteilung durch die BaFin	244
b) Erzwingung der Mitteilung durch den Emittenten	247
6. Vertragsrecht	249
7. Status quo	252
8. Folgerungen und Konsequenzen	253
VII. Statutarisches Opting-Out - § 27a Abs. 3 WpHG	256
1. Grundsätzliches	256
2. Status quo – eine Bestandsaufnahme	258
a) Empirischer Überblick	258
b) Der kleine Großaktionär	261
c) Der (historische) Ankeraktionär	263
d) Entscheidenden Einfluss ohne Mehrheit – die Aktionärsstruktur entscheidet	266
3. Schutz der Interessen künftiger Anleger	269
4. Schutz der Interessen gegenwärtiger Aktionäre	272
5. Schutz der Arbeitnehmerinteressen	273
6. Der Großaktionär	274
7. Vorstand und Aufsichtsrat	275
8. Bewertung	275
VIII. Verordnungsermächtigung, Abs. 4	277
F. Weitere Feststellungen und Erwägungen	281
I. Status quo	281
1. Evaluation des Status quo	281
2. Kategorisierung und Bewertung	283
a) Mitteilungen mit fraglicher Marktrelevanz	283

b) Mitteilungen gemäß § 27a WpHG mit Marktrelevanz	285
c) (Künftige) Bedeutung	289
3. Regelungsunterschiede – Deutschland, USA, Frankreich	292
a) Deutschland – USA	292
b) Deutschland – Frankreich	296
c) Zusammenfassung	297
II. Grundsätzliche Weichenstellung	299
1. Verkürzung der Mitteilungsfrist, der Markt als Adressat	299
2. Verbot von Zuerwerben	304
3. Sanktionen	306
a) Investorentypen	306
b) Zuerwerbsverbot und Rechtsverlust	307
c) Bußgelder	309
4. Zusammenrechnung aller Beteiligungen und höhere Eingangsmeldeschwelle	310
5. Eingliederung in die Aufsichtspraxis der BaFin	312
6. Risikobegrenzungsgesetz reloaded oder vollständige Abschaffung	313
III. Entemotionalisierung und Entmythologisierung	315
IV. Resümee	325
1. „Und bist du nicht willig, so brauch’ ich Gewalt“	325
2. Transparenz um jeden Preis? – Nein!	326
a) Der potentielle Investor	327
b) Schutz! Für wen?	328
c) Es ist genug – der Kapitalmarkt braucht auch Investoren	332
d) Plädoyer gegen die Reform der Beteiligungstransparenz in Permanenz	335
Anhang 1	345
Literaturverzeichnis	353

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht / andere Auffassung
a.D.	außer Dienst
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AKBH	Alfried Krupp von Bohlen und Halbach-Stiftung
AMF	L'Autorité des Marchés financiers / französische Finanz- aufsicht
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
ASFVG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
Begr. RegE	Begründung des Regierungsentwurfs
BGBI.	Bundegesetzblatt
Bio.	Billionen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
bzw.	beziehungsweise
C-	Case

Abkürzungsverzeichnis

CdC	Code de commerce
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFD	Contract for Difference
Co., Ltd.	Company, Limited
Corp.	Corporation
CRR-VO	Capital Requirements Regulation-Verordnung
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern
CVBA	Coöperatieve vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
d.h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut
dass.	dasselbe
DAV	Deutscher Anwaltsverein
ders.	derselbe
dies.	dieselbe / dieselben
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
ECB/EZB	European Central Bank/Europäische Zentralbank
Einl.	Einleitung
endg.	endgültig
etc.	et cetera
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EUCGF	European Corporate Governance Forum
EUR	Euro
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FAQ	Frequently Asked Questions
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FDP	Freie Demokratische Partei

FED	Federal Reserve System
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz)
Fn.	Fußnote
FMStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
G7	Gruppe der Sieben
G8	Gruppe der Acht
G20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
G. v.	Gesetz vom
GBP	Britisches Pfund / Pfund Sterling
h.M.	Herrschende Meinung
Hs.	Halbsatz
HSR Act	Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act
ibid.	ibidem / ebenda
i.E.	im Ergebnis
i.H.v.	in Höhe von
i.L.	in Liquidation
i.R.d.	im Rahmen des/der
i.S.d.	im Sinne des/der
i.V.m.	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
inc.	incorporated
Js	Justizsache
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KLs	Klageschrift
KWG	Kreditwesengesetz
Mio.	Millionen
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung

Abkürzungsverzeichnis

MoRaKG	Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen
Mrd.	Milliarde
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
m.W.v.	mit Wirkung vom
M&A	Mergers & Acquisitions
n.F.	neue Fassung
NV/NA	Naamloze vennootschap / Société anonyme
o.ä.	oder ähnlichem /oder ähnliches
o. J.	ohne Jahr
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OICA	Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles (Internationaler Verband der Automobilhersteller)
OTC	over the counter
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PE	Private Equity
plc.	public limited company
Porsche AG	Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG
Porsche / Porsche SE	Porsche Automobil Holding SE
RG AMF	Règlement général de l'Autorité des marchés financiers / Allgemeine Verordnung der AMF
Risikobegrenzungsgesetz	Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S.	Seite
S.à r.l.	Société à responsabilité limitée
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannt
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SPA	share purchase agreement / Anteilskauf- und Übertragungsvertrag

S.r.l.	Società a responsabilità limitata
T-	Tages-
Transparenzrichtlinie II	Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 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 v. 31.12.2004 Nr. L 390, S. 38
Transparenzrichtlinie III	Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2013 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, ABl. EG v. 6.11.2013 Nr. L 294, S. 13
u.a.	unter anderem / und andere
u.a.m.	und andere(s) mehr
u.ä.m.	und ähnliches mehr
u.U.	Unter Umständen
Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
US-	United States
USA	United States of America
US-\$	United States Dollar
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
Vorb.	Vorbemerkung
vs.	versus
VW / Volkswagen	Volkswagen AG
WFE	World Federation of Exchanges

Abkürzungsverzeichnis

WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
z.B.	Zum Beispiel
z.T.	Zum Teil
ZKA	Zentraler Kreditausschuss
-E	-Entwurf

A. Vorwort

Quo vadis forum pecuniale? Wohin steuert der deutsche Finanzsektor im Bereich der Beteiligungstransparenz? „Mehr Licht!“, gleichbedeutend mit Transparenz, scheint das alleinige Gebot der Stunde und das Leitmotiv der Legislative seit geraumer Zeit zu sein. Die Gretchenfrage erwartet allerdings eine Antwort auf die zentrale Begleitproblemstellung, ob Sonnenlicht das beste Desinfektionsmittel ist¹ oder ob nicht vielmehr gilt, dass zuviel Sonnenlicht Hautkrebs verursachen kann.² Die in jedem Fall nicht falsche Antwort hierauf kannte schon *Montesquieu*³ als er schrieb: „Wenn es nicht notwendig ist, ein Gesetz zu machen, dann ist es notwendig, kein Gesetz zu machen.“

Das Kapitalmarktrecht im Allgemeinen und das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) im Speziellen verkörpern wie kaum ein anderes deutsches Rechtsgebiet bzw. Gesetz den stetigen Wandel innerhalb eines Teilrechtsgebiets und die permanente Expansion des Regelungsregimes.⁴ Die gesetzgeberische Aktivität im Bereich der Mitteilungspflichten wird sehr treffend als „Reform der Beteiligungstransparenz in Permanenz“⁵ kommentiert. Dies wird bereits bei einer Betrachtung der Geschichte des WpHG und der Vielzahl an Modifikationen und Ergänzungen seit seinem Inkrafttreten am 1. Januar 1995 deutlich. Der genannte Rechtsbereich zeichnet sich sowohl durch den hohen Regulierungsgrad als auch die ihm innewohnende Dyna-

1 *Brandeis*: „Sunlight is said to be the best of all disinfectants [...]“, in: *Other People’s Money*, S. 92.

2 *Loss*: “[...] that Brandeis had recognized that excessive sunlight can cause skin cancer.“, in: *Fundamentals of Securities Regulation*, S. 32; zitiert nach: *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (205).

3 *Charles Baron de Montesquieu* (1689-1755), französischer Staatstheoretiker u. Schriftsteller, Begründer der modernen Staatswissenschaft und der Lehre von der Gewaltenteilung.

4 Ähnlich: *Eichner*, ZRP 2010, 5; *Hirte/Heinrich*, in: KK-WpHG, Einl., Rn. 1; *Uwe H. Schneider/Sven H. Schneider*, in: *Assmann/Schneider/Mülbelt, Wertpapierhandelsrecht*, Vorb. zu §§ 33-47, Rn. 1 ff.

5 *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 (403); *dies*, NZG 2010, 846; vgl. *Veil*, ZHR 175 (2011), 83 (96); *Veil/Ruckes/Limbach/Doumet*, ZGR 2015, 709 (710).

mik aus.⁶ Allein die Summe der früher mit Buchstaben versehenen Paragraphen und Absätze dieses verhältnismäßig jungen Gesetzes, in aller Regel⁷ ein Indiz dafür, dass die betreffende Norm erst nachträglich in das jeweilige Gesetz eingefügt wurde, führte dies vor der Neunummerierung in 2018 eindrucksvoll vor Augen. Die gegenwärtige Fassung des Gesetzes⁸ spiegelt diese Veränderung seit seiner Einführung nicht mehr wider. Exemplarisch sei auf die §§ 37a bis 37z WpHG a.F.⁹ verwiesen, die besonders anschaulich die kontinuierliche Expansion und Veränderung des Regulierungsumfanges vor Augen führten. Gleiches gilt jedoch auch im Hinblick auf die im Zentrum dieser Arbeit stehenden §§ 25 bzw. 25a und 27a WpHG a.F., die mit Wirkung vom 3. Januar 2018 – in teilweise leicht novellierter Form – die §§ 38 und 43 WpHG geworden sind.¹⁰ Der ursprünglich in 2011 erlassene § 25a WpHG a.F. wurde bereits wenige Monate später ein erstes Mal geändert und durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie mit Wirkung vom 26. November 2015 in den damaligen § 25 WpHG a.F. integriert.¹¹ Nach dem klaren Willen des Gesetzgebers sollten sich durch den neuen Wortlaut „keine inhaltlichen Änderungen [...] ergeben.“¹² Neben diesen Modifikationen im Bereich der Beteiligungstransparenz wurde das WpHG aufgrund europäischer Rechtsakte¹³ in der Folge weiter inhaltlich und strukturell verändert.

Der stetige redaktionelle und inhaltliche Reformprozess kann daher als *pars pro toto* für die insgesamt dynamische Entwicklung in diesem

-
- 6 Auf das TUG, das am 10.1.2007 in Kraft trat, BGBl. I 2007, S. 10, folgte bereits 18 Monate später eine neuerliche Ergänzung des Systems der Beteiligungsmeldungen durch das Risikobegrenzungsgesetz, BGBl. I 2008, S. 1666, woran sich das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 6.4.2011, BGBl. I 2011, S. 538, weniger als 20 Monate später, anschloss.
 - 7 Die einzige dem Verfasser bekannte Gegen Ausnahme ist § 3a FMStG, wobei dies den besonderen Umständen in der Hochphase der Finanzmarktkrise geschuldet war.
 - 8 WpHG in der Fassung der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I S. 2708), zuletzt geändert durch Art. 10 des G. v. 19.12.2022 (BGBl. I S. 2606).
 - 9 Die Paragraphen wurden z.T. entweder bereits früher aufgehoben oder m.W.v. 3.1.2018 durch G. v. 23.6.2017, BGBl. I S. 1693, im WpHG neu verortet.
 - 10 G. v. 23. 6. 2017, BGBl. I S. 1693.
 - 11 Vgl. G. v. 20.11.2015, BGBl. I S. 2029.
 - 12 Explizit: Begr. RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46; zur Entwicklung: Weidemann, NZG 2016, 605 (607).
 - 13 Exemplarisch: Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), ABl. EU v. 12.6.2014, Nr. L 173 S. 1 ff., die zur Vollharmonisierung des Marktmissbrauchsrechts und der Extraktion des Marktmissbrauchsrechts aus dem WpHG führte; vgl. G. v. 30.6.2016, BGBl. I S. 1514.

Bereich gesehen werden. Man kann durchaus mit gutem Grund behaupten, dass das Recht lediglich den tatsächlichen Entwicklungen und Trends der Finanz-, aber auch Realwirtschaft folgt. Die beteiligten Parteien werden somit durch das unaufhörliche Prinzip von *actio et reactio* zu ihren jeweiligen Maßnahmen animiert. Einzelne professionelle Anbieter entwickeln, konstruieren und platzieren ein neues (Finanz-) Instrument, initiieren hierdurch mitunter einen neuen Markt und die staatliche Reaktion, sei sie exekutiv oder legislativ, lässt mehr oder weniger lange auf sich warten.¹⁴ Insbesondere allgemein-politische und populistische Äußerungen sowie die Positionierung seitens der unmittelbar Betroffenen, involvierter Verbände u.a.m. erfolgen meist ohne nennenswerte zeitliche Verzögerung. In deren Bugwelle der ersten Betroffenheit bewegen sich dann sowohl der Gesetzgeber als auch (zumindest) die politische Opposition bzw. politische Kreise, die sich durch eine marktkritische Positionierung profilieren und hieraus politisches Kapital schlagen wollen. Je nach politischen Machtverhältnissen und Vorstellungen führt dies dann jeweils zur unterschiedlich weitreichenden Überarbeitung des geltenden Gesetzesrahmens. Ein plastisches Beispiel hierfür aus der jüngeren Vergangenheit lieferte die Diskussion über die Verschärfung des deutschen Übernahmerechts. Dieses ist zwar nicht im WpHG geregelt, steht aber diesem Themenkomplex nahe und ist spezialgesetzlich im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) normiert. Anlass war die kontrovers und teilweise emotional geführte Diskussion im Rahmen des Übernahmekampfs zwischen ACS und Hochtief.¹⁵ Während die SPD und andere Gruppierungen eine Verschärfung der Regelungen des WpÜG als dringend erforderlich erachteten und das Land Nordrhein-Westfalen sogar kurzfristig einen Gesetzesentwurf¹⁶ einbrachte, konstatierte die Regierungskoalition dem deutschen Übernahmerecht, dass es deutschen Unternehmen ausreichenden Schutz gewähre.¹⁷

Eine ähnlich heftige und nicht immer sachlich geführte Diskussion rankte sich in den Hochphasen der Finanzmarktkrise um das Thema

14 Ein Beispiel hierfür ist das erst befristete und dann endgültige Verbot von sog. ungedeckten Leerverkäufen nach deutschem Recht, das inzwischen sogar in der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU v. 24.3.2012, Nr. L 86, S. 1 ff. europarechtlich normiert ist.

15 Exemplarisch: Plenarprotokoll 17/91, S. 10283 f.

16 Antrag des Landes Nordrhein-Westfalen, BR-Drucks. 584/2/10, S. 1 f.

17 Beispielhaft: Plenarprotokoll 17/91, S. 10282, 10291; ausführlich hierzu: *Hitzer/Düchting*, ZIP 2011, 1084 ff.

naked short sales, den sog. ungedeckten Leerverkäufen. Der Gesetzgeber reagierte und fügte Abschnitt 5b in das WpHG ein. Vorausgegangen waren Allgemeinverfügungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin),¹⁸ die auf diese Weise versuchte, die eingetretene Abwärtsspirale an den Börsen einzudämmen bzw. zu beenden. Seit dem 2. Juli 2010 sind ungedeckte Leerverkäufe weitestgehend gesetzlich verboten.¹⁹

Diese beiden Konstellationen aus dem Bereich des Kapitalmarktrechts verdeutlichen sehr eindrucksvoll, wie groß das Spannungsfeld ist bzw. werden kann, in dem sich der Gesetzgeber und die Exekutive bewegen. Ferner zeigt insbesondere das Beispiel aus dem Übernahmerecht, wie sehr die Auffassungen divergieren können. Den Gesetzgeber trifft die Pflicht, die widerstreitenden Interessen von Großinvestoren, (Klein-) Anlegern, Marktteilnehmern, Mitbewerbern u.a.m. angemessen zu berücksichtigen. Seine besondere Verantwortung besteht darin, aufgrund der Bedeutung des Kapitalmarktrechts allgemein, dessen Verquickung mit der Realwirtschaft im Speziellen und den in Krisen damit einhergehenden mitunter weitreichenden Wechselwirkungen, ausgewogen, besonnen und mit Weitblick zu handeln.

In dieses regulatorische Minenfeld hinein wurden nun mit gewissem zeitlichen Abstand unter anderem § 27a WpHG a.F. und § 25a WpHG a.F. integriert. Die Fragen nach Hintergründen und Zielen, ob die Regelungen als geglückt angesehen werden können, sie erforderlich waren und geeignet sind, die verfolgten Ziele zu erreichen, die der Gesetzgeber mit ihrer Einführung bezweckte, gilt es nachfolgend zu evaluieren.

I. Neue Nummerierung, leicht geänderte Systematik, alter Regelungsgehalt, bekannte Probleme

Der Abschnitt des WpHG betreffend die Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Veränderungen des Stimmrechtsanteils an das Unternehmensregister war Gegenstand diverser Gesetzesnovellen, die sowohl Regelungsumfang und -gegenstände als auch Regelungskonzepte bzw. Norm-

18 Exemplarisch: Allgemeinverfügung der BaFin vom 19.9.2008 (ausgelaufen mit Ablauf des 31.1.2010).

19 Inzwischen: Verordnung (EU) Nr. 236/2012 vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU v. 24.3.2012, Nr. L 86, S. 1 ff.

strukturen sowie schließlich deren Verortung im WpHG betrafen und veränderten. Da die umfangreichste Literatur zu den hier behandelten §§ 38 und 43 WpHG unmittelbar nach deren Erlass als §§ 25a und 27a WpHG a.F. erschien und selbst die maßgebliche Kommentarliteratur²⁰ nicht mit der Novellierungsgeschwindigkeit des Gesetzgebers Schritt halten kann, sollen hier die alten Paragraphennummern verwendet und vornehmlich auf den Gesetzesstand *ex ante* 26. November 2015 Bezug genommen werden.²¹ Durch eine mit den Gesetzgebungsmaterien, den meisten wissenschaftlichen Fachaufsätzen und den aktuell verfügbaren Kommentaren konsistente und kongruente Nomenklatur soll ein Höchstmaß an Nachvollziehbarkeit der Ausführungen erreicht und gewährleistet werden. Dies erscheint auch angemessen und zweckdienlich, da der Regelungsgehalt der §§ 25a, 27a WpHG a.F. sowie der mit diesen in engem Zusammenhang stehenden §§ 21 ff. WpHG a.F. (heute: §§ 33 ff. WpHG) im Wesentlichen unverändert geblieben ist. Die vor allem redaktionelle gesetzgeberische Aktivität²² hat die zu behandelnden Fragestellungen und Probleme nicht verändert.

II. Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21, 22, 25 WpHG

Bevor Detailfragen zu den zu thematisierenden Vorschriften der §§ 25a, 27a WpHG diskutiert werden, soll kurz das Gesamtsystem der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz verdeutlicht und aufgezeigt werden.

Die Grundaufgabe der sog. kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz besteht in der Unterrichtung des Anlagepublikums über die Begründung, den Ausbau oder den Abbau wesentlicher Stimmrechtsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen. Die §§ 21 ff. WpHG enthalten die entsprechenden Regelungen und dienen mehreren Zielsetzungen. Ein zentraler Grundgedanke ist die Schaffung eines möglichst hohen Transparenzniveaus hinsichtlich der Aktionärsstruktur und der Beherrschungsver-

20 Stand: 1. August 2023; exemplarisch sei auf die einschlägigen WpHG-Kommentare verwiesen, die die §§ 25a, 27a WpHG a.F. kommentieren; Fuchs, WpHG, 2. Auflage 2016; KK-WpHG, 2. Auflage 2014; lediglich der Assmann/Schneider/Mülbert (WpHG, 7. Auflage 2019, bzw. dies., Wertpapierhandelsrecht, 8. Auflage 2023) wurde seither angepasst.

21 Mit G. v. 20.11.2015 (BGBl. I S. 2029) wurde § 25a WpHG neu gef. und m.W.v. 26.11.2015 in § 25 WpHG integriert.

22 Vgl. Synopse in Anhang 1 zu den Änderungen des WpHG am 26.11.2015.

hältnisse bei börsennotierten Emittenten.²³ Der auf diese Weise gewährte Überblick zielt ferner auf die Etablierung eines sog. *level playing field* für alle Kapitalmarktteilnehmer und nicht nur einen kleinen Kreis von Insidern. Diese Offenlegung signifikanter Beteiligungen soll die Schaffung einer auf Fairness und Gleichbehandlung basierenden Kapitalmarktkultur ermöglichen.²⁴

Das Transparenzniveau wurde in den letzten Jahren stetig erhöht. Dies manifestiert sich nicht zuletzt in dem Inkrafttreten des § 27a WpHG in 2009 und des § 25a WpHG in 2012. Die damit verfolgte Erhöhung soll die Kapitalmarkteffizienz verbessern, das Anlegervertrauen wiederherstellen, den Anlegerschutz stärken und der Ausnutzung von Sonderwissen bzw. -vorteilen (Insiderinformationen) vorbeugen bzw. dies nach Möglichkeit gänzlich ausschließen.²⁵ Ferner soll die Steigerung der Kapitalmarkttransparenz grundsätzlich auch der Stärkung des externen Marktes der Unternehmenskontrolle dienen, da das Verhindern bzw. Erschweren des sog. Anschleichens *vice versa* das Suchen nach einem sog. Weißen Ritter erleichtert bzw. überhaupt erst ermöglicht; Vergleichbares gilt für die Abgabe eines konkurrierenden Übernahmeangebotes.²⁶

Die rechtstechnische Umsetzung im Mitteilungsregime des WpHG lässt sich als ein Drei-Säulen-Modell²⁷ veranschaulichen. Der originäre Einzelanknüpfungspunkt des Gesetzgebers für die kapitalmarktrechtlichen Transparenzvorschriften ist der Stimmrechtsbesitz. Die erste Säule statuiert daher gemäß §§ 21, 26 WpHG im Falle des Erreichens, Überschreitens oder Unterschreitens einer gesetzlich normierten Stimmrechtsmeldeschwelle die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht dieser Beteiligungsveränderung an der jeweiligen börsennotierten Gesellschaft. Auf diese Weise soll dem Markt Auskunft über die Kontrollstruktur des Emittenten gewährt werden. § 21 Abs. 1 WpHG normiert die konkreten Voraussetzungen und die Adressaten.²⁸ Ergänzt wird diese Regelung durch die in § 22 WpHG gleichgestellten, enumerativ aufgeführten Zurechnungstatbestände, die bei Verwirk-

23 Vgl. *Hirte*, in: KK-WpHG, § 21, Rn. 3.

24 Vgl. *Uwe H. Schneider*, AG 2011, 645; ähnlich: *Hirte/Heinrich*, in: KK-WpHG, Einl., Rn. 29.

25 Ähnlich: *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1509); *Seibt*, ZGR 2010, 795 (829); kritisch: *Eichner*, ZRP 2010, 5 (7 f.).

26 Ebenso: *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1510); *Seibt*, ZGR 2010, 795 (829); kritisch: *Eichner*, ZRP 2010, 5 (7 f.).

27 So auch: *Uwe H. Schneider*, AG 2011, 645 ff.; a.A.: *Heusel*, WM 2012, 291 (297).

28 Ausführlich: *Hirte*, in: KK-WpHG, § 21, Rn. 1, 69 ff.

lichung zur Zurechnung der von anderen Personen gehaltenen Stimmrechte beim Meldepflichtigen führt. Die Paragraphen gewährleisten Transparenz hinsichtlich des Haltens eigener oder zugerechneter Stimmrechte. Auf dieser Basis lässt sich der tatsächliche gegenwärtige Stimmrechtseinfluss eines Meldepflichtigen ermitteln. Der Erkenntniswert besteht darin, dass sich hieraus das reale Einflusspotential²⁹ etwa auf einer Hauptversammlung, die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Paketbildung und, je nach tatsächlichem Vorgehen, auch einer bevorstehenden Übernahme ableiten lassen.

Daneben sieht § 25 WpHG ergänzend als zweite Säule seit dem 20. Januar 2007³⁰ eine Mitteilungspflicht im Falle des Erwerbs bestimmter (Finanz-) Instrumente vor, die dem Erwerber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich verbindlichen Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene Aktien zu erwerben (§ 25 Abs.1 S.1 WpHG). Diese Zugriffsrechte auf Aktien, die auch als Call-Optionen bezeichnet werden, können in Form eines Kaufvertrages, einer Kaufoption oder eines Derivats mit Anspruch auf Reallieferung ausgestaltet sein. Die Regelung wurde durch das Risikobegrenzungs-gesetz ab dem 1. März 2009 dahingehend verschärft, dass seither eine Stimmrechtsaggregation gemäß Abs.1 S.3 mit den Beteiligungen nach §§ 21, 22 WpHG stattfindet.³¹ Sie sollte zur „weiteren Verbesserung der Transparenz von Kapitalmarkt-bewegungen“³² dienen. Diese Zusammenrechnung ist deshalb erwähnenswert, da es bis Ende Februar 2009 einem Investor ohne Auslösung einer Mitteilungspflicht möglich war, bis zu 2,99 % an Aktien zu erwerben und zusätzlich Call-Optionen mit einem Anspruch auf Reallieferung i.H.v. bis zu 4,99 % abzuschließen. *De facto* ermöglichte dies die sichere und nicht mitteilungs-pflichtige Zugriffsmöglichkeit auf bis zu 7,99 % der Stimmrechte eines Emittenten. Eine erneute Erweiterung des Anwendungsbereichs der Norm erfolgte zum 1. Februar 2012.³³ Die Norm erfasst nun neben Finanzinstrumenten auch noch „sonstige Instrumente“.³⁴ Allerdings handelt es sich dabei nach wie vor nur um

29 Vgl. v. Bülow, in: KK-WpHG, § 22, Rn. 4 m.w.N.

30 § 25 neu gef. m.W.v. 20.1.2007 durch G. v. 5.1.2007 (BGBl. I S. 10).

31 § 25 neu gef. m.W.v. 20.1.2007 durch G. v. 5.1.2007 (BGBl. I S. 10); Überschrift geändert, Abs.1 Satz 3 neu gef., Satz 4 angefügt, Abs. 2 Satz 2 aufgehoben m.W.v. 1.3.2009 durch G. v. 12.8.2008 (BGBl. I S. 1666).

32 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 16/7438, S. 11.

33 Überschrift, Abs.1 Sätze 1 und 3 2. Halbsatz geändert, Satz 4 aufgehoben, Abs. 2 geändert, Abs. 2a eingefügt m.W.v. 1.2.2012 durch G. v. 5.4.2011 (BGBl. I S. 538).

34 Diese Unterscheidung wurde mit dem Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz wieder abgeschafft. Aus der Aufgabe des Begriffs Finanzinstrument

(Finanz-) Instrumente, die ein einseitiges Recht zum Erwerb einräumen. Deshalb war es Investoren bis zum Erlass des § 25a WpHG möglich, einen (theoretisch) beliebig großen Aktienbestand mittels verschiedener sonstiger (Finanz-) Instrumente abbilden zu lassen. Je nach Hedge-Position der Gegenseite und Inhalt der zugrundeliegenden Vereinbarung wurde so der Erwerb nach den Grundsätzen der wirtschaftlichen Logik eröffnet, wie die damalige Schaeffler KG im Rahmen der Mehrheitsübernahme an der Continental AG in 2008³⁵ *par excellence* vorexerzierte.

III. Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 25a WpHG

Ebenfalls seit dem 1. Februar 2012 werden die zwei älteren Säulen der Beteiligungstransparenz durch die Mitteilungspflicht nach § 25a WpHG hinsichtlich sonstiger (Finanz-) Instrumente, die nicht bereits von § 25 WpHG umfasst sind, als dritte Säule flankiert und ergänzt. Letztere wurde eingeführt, um erkannte Transparenzlücken zu schließen, die nicht bereits durch die Erweiterung des § 25 WpHG erfolgreich geschlossen worden waren.³⁶ Zudem sieht die neue Regelung des § 25a WpHG eine umfassende Aggregation der nach allen drei Säulen zu meldenden Stimmrechte vor, sodass es nach Inkrafttreten, geht es nach dem Willen des Gesetzgebers, nicht mehr möglich sein soll, eine wirtschaftliche Beteiligung von über 5 % ohne Auslösen einer Meldepflicht aufbauen zu können. Bemerkenswert ist an dieser Stelle die Tatsache, dass der Gesetzgeber im ursprünglichen Regierungsentwurf einen alten Fehler, den er bereits i.R.d. § 25 WpHG nachträglich korrigieren musste, wiederholte. Eine umfassende Stimmrechtsaggregation war nämlich nicht vorgesehen und hätte im Ergebnis zur Möglichkeit des Erwerbs einer wirtschaftlichen Beteiligung i.H.v. nahezu 10 % führen können.³⁷

Durch die Novelle soll ein Gleichlauf der Mitteilungspflichten für alle Formen des Haltens von Aktien und (Finanz-) Instrumenten erreicht werden. § 25a WpHG trägt den Titel „Mitteilungspflichten beim Halten von

sollen sich aber keine Änderungen gegenüber der bisherigen Rechtslage ergeben; Begr. RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46.

35 Vgl. Freiwilliges Übernahmeangebot der Schaeffler KG vom 15.7.2008; Stellungnahme der BaFin vom 21.8.2008; ausführlich: Abschnitt B.II.2.

36 So: Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 19 ff.

37 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 7 f.

weiteren Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten“ und trat zum 1. Februar 2012 in Kraft, nachdem die Regelung im April 2011 beschlossen, ausgefertigt und verkündet worden war.³⁸ Er erweitert die Mitteilungspflichten des WpHG auf alle Finanzinstrumente und sonstigen Instrumente, die nicht bereits von § 25 WpHG erfasst sind und es ihrem Inhaber faktisch oder wirtschaftlich ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben.³⁹ Die Regelung lässt es für die Begründung der Mitteilungspflicht unerheblich werden, ob die jeweils zugrundeliegende Vereinbarung statt der Lieferung von Aktien einen Barausgleich vorsieht oder ermöglicht.⁴⁰ Der Inhaber des (Finanz-) Instruments hat in diesen Fällen im Unterschied zu § 25 WpHG gerade keinen unmittelbaren Rechtsanspruch auf Übertragung der Aktie. Erfasst werden daher insbesondere Differenzgeschäfte mit Barausgleich, Swap-Geschäfte, Call-Optionen mit Barausgleich, Put-Optionen und andere Geschäfte, bei welchen ein Stimmrechtserwerb nach der wirtschaftlichen Logik bzw. den bisherigen Marktgepflogenheiten möglich ist bzw. war.⁴¹ Der Begriff des Ermöglichens wird in Abs.1 Satz 2 durch zwei nicht als abschließend zu verstehende Fallgruppen näher konkretisiert: Die erste Fallgruppe erfasst solche Instrumente, bei welchen mit dem Halten der Aktien eine Risikoabsicherung (*Hedging*) erreicht werden kann (Nr. 1), die zweite erfasst die Fälle, in denen das Instrument selbst ein Recht zum Erwerb von stimmberechtigten Aktien einräumt oder eine Erwerbspflicht in Bezug auf solche Aktien begründen kann (Nr. 2).

Die Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils ergibt sich gemäß § 25a Abs.2 WpHG aus der Anzahl der Aktien, die der Inhaber mittels des Finanzinstruments oder sonstigen Instruments erwerben könnte. Enthält das eingesetzte (Finanz-) Instrument diesbezüglich keine Angaben, so ist auf die Anzahl der Aktien abzustellen, welche die Gegenseite zum Zeitpunkt des Erwerbs zur vollständigen Absicherung halten müsste. Der Inhaber des (Finanz-) Instruments hat die Meldeschwellen des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG mit Ausnahme der 3 %-Schwelle zu beachten. § 25a Abs.1 Satz 7 WpHG ordnet eine Aggregation der Finanzinstrumente und sonstigen Instrumente mit anderen Beteiligungen nach §§ 21, 22, 25 WpHG an. Hierdurch wird

38 Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, G. v. 5.4.2011, BGBl. I S. 538.

39 Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 19.

40 Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 19.

41 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 19.

die Eingangsmeldeschwelle für jegliche Form der (wirtschaftlichen) Beteiligung auf 5 % des Stimmrechtsanteils festgelegt.

Eine Ausnahme von der Meldepflicht für (Finanz-) Instrumente sieht § 25a Abs. 3 WpHG vor. Diese gilt für solche (Finanz-) Instrumente, welche von Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit Sitz in der Europäischen Union oder dem Europäischen Wirtschaftsraum gehalten werden, soweit diese im Rahmen der dauernden und wiederholten Emissionstätigkeit des Unternehmens gegenüber einer Vielzahl von Kunden entstanden sind. Ohne diese Bereichsausnahme würden Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen ihres normalen Geschäftsganges vielfach Mitteilungspflichten auslösen, obwohl in diesen Fällen kein entsprechendes Informationsbedürfnis seitens des Marktes besteht. Das Emittentenprivileg gilt allerdings nicht für solche (Finanz-) Instrumente, die außerhalb des regelmäßigen Geschäftsbetriebs abgeschlossen werden.

Abschließend ermächtigt § 25a Abs. 4 WpHG das Bundesministerium der Finanzen (BMF) zum Erlass einer Rechtsverordnung, die einerseits den Inhalt, die Art, die Sprache, die Form der Mitteilung sowie die Berechnung des Stimmrechtsanteils festlegt und andererseits die (Finanz-) Instrumente näher bestimmt, welche als Ausnahmen nicht von der Mitteilungspflicht erfasst sein sollen.⁴² Letzteres dürfte vor allem vor dem Hintergrund des verfassungsrechtlich gebotenen Bestimmtheitsgrundsatzes Bedeutung erfahren, wonach lediglich dann ein Verhalten sanktioniert werden darf, wenn die strafbewehrte Handlung hinreichend konkret bestimmt ist.

IV. Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 27a WpHG

§ 27a WpHG (heute: § 43 WpHG) trägt den Titel „Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen“ und wurde durch das „Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)“⁴³ in das WpHG eingefügt. Die Norm trat allerdings erst über neun Monate nach den meisten anderen (Neu-) Regelungen des Gesetzes am 31. Mai 2009 in Kraft. Sie verpflichtet seit diesem Zeitpunkt jeden Meldepflichtigen i.S.d. §§ 21, 22 WpHG, der bei einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat ist, einen Stimmrechtsanteil von 10 % oder eine höhere Stimmrechtsschwelle i.S.d. § 21 Abs. 1 WpHG

42 *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846 (849).

43 G. v. 12.8.2008; BGBl. I Nr. 36 S. 1666.

erreicht oder überschreitet, dem Emittenten gegenüber gewisse Informationen, die im Zusammenhang mit dem Erwerb stehen, mitzuteilen und somit offenzulegen. Der als „Inhaber wesentlicher Beteiligungen“⁴⁴ bezeichnete Investor hat seither dem Unternehmen die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel mitzuteilen, § 27a Abs. 1 S. 1 WpHG. Ferner werden nunmehr gemäß Abs. 1 Satz 3 Angaben darüber erforderlich, ob das Engagement strategischen Zielen oder der Erzielung von Handelsgewinnen dient (Nr. 1), ob der Erwerber in den nächsten zwölf Monaten weitere Stimmrechte zu erwerben (Nr. 2) beabsichtigt, die Einflussnahme auf die Besetzung von Aufsichts- oder Leitungsorganen (Nr. 3) oder eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur des Emittenten anstrebt (Nr. 4). Zudem verlangt § 27a Abs. 1 S. 4 WpHG Angaben darüber, ob es sich bei den zum Erwerb eingesetzten Mittel um Eigen- oder Fremdmittel handelt.

44 Die amtliche Überschrift der neu geschaffenen Norm führte diesen Begriff in das Gesetz ein.

B. Macht und Ohnmacht des Gesetzgebers

Nachdem nun der kapitalmarktrechtliche Gesamtkontext im Allgemeinen sowie die Regelungsgehalte und Normzwecke der §§ 27a, 25a WpHG (heute: §§ 43, 38 WpHG) im Speziellen skizziert wurden, sollen diese gesetzgeberischen Maßnahmen und ihre Ziele noch in den Entstehungskontext mit exponierten und kontrovers diskutierten Praxisfällen gesetzt und illustriert werden. Mit Hilfe zweier prominenter Beispiele, die möglicherweise als Initiatoren, aber sicherlich als Katalysatoren der legislativen Prozesse wirkten,⁴⁵ soll die wirtschaftliche, politische und gesellschaftliche Problematik und Sprengkraft dieses Konfliktfeldes plastisch vor Augen geführt werden.

Der am 7. Dezember 2007 vorgestellte Entwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes, der die damals seitens der Bundesregierung mit dem Erlass verbundenen Erwartungen zum Ausdruck brachte, formulierte: „Vor diesem Hintergrund⁴⁶ sind die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen.“⁴⁷ Am 9. November 2010 erklärte die inzwischen christlich-liberale Regierung einleitend im Entwurf des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes deutlich: „Ziel muss es angesichts der bestehenden Defizite daher sein, das Funktionieren der Kapitalmärkte zu verbessern und damit das Vertrauen in deren Integrität wieder herzustellen.“⁴⁸

Bei der vergleichenden Betrachtung der Gesetzesziele ist augenfällig, dass das erste Gesetz die gesteckten Ziele nicht oder zumindest nicht vollständig erreicht haben konnte, denn anderenfalls hätte sich die Regierung nicht dazu veranlasst sehen müssen, ein weiteres Gesetz im selben rechtlichen Teilbereich zur Defizitbeseitigung auf den Weg zu bringen. Zudem drängt sich unweigerlich die Frage auf, welche „bestehenden Defizite“ nach Ansicht der Exekutive zu beseitigen waren und welche Um- bzw. Zustände bereits im Vorfeld zu einem Vertrauensverlust geführt hatten. Aus diesem

45 Ebenso: *Cascante/Topf*, AG 2009, 53 (67); *Eichner*, ZRP 2010, 5.

46 Gemeint sind die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems und die betroffenen Zielunternehmen.

47 Begr. RegE, BT-Drucks. 16/7438, S. 1.

48 Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 1.

Grund werden die zwei Normen des WpHG näher beleuchtet, die jeweils nachträglich mit dem Ziel eingefügt wurden, die erkannten vermeintlichen Transparenzdefizite zu beheben. Diese Erweiterungen des Anwendungsbereiches reihen sich, wie bereits gezeigt, in eine beachtliche Liste von Reformen ein, die das WpHG in seiner kurzen Geschichte bereits erfahren hat.

Bei diesem Wettlauf der Systeme, gesetzliche Regulierung auf der einen Seite und Kapitalmarkt auf der anderen, der metaphorisch an das Märchen „Der Hase und der Igel“ erinnert, wurde immer wieder deutlich, dass der Kreativität des Marktes scheinbar keine Grenzen gesetzt sind und bisher jeder regulatorische Ansatz eine Schwachstelle oder doch wenigstens ein Schlupfloch aufwies, das sich findige und gestaltungsfreudige Finanzmarktakteure zur Erreichung ihrer eigenen Ziele zunutze machten. Die §§ 25a, 27a WpHG stellen somit zwei weitere Etappen in dem Wettlauf zwischen einigen Marktakteuren auf der einen Seite und Regulatoren auf der anderen Seite dar, was in Anbetracht der inzwischen mannigfaltigen Gestaltungsoptionen auf Basis derivativer (Finanz-) Instrumente nicht verwundert und dem Gesetzgeber größte Anstrengungen abverlangt.⁴⁹ Daher ist der Frage der Leistungsfähigkeit der Vorschriften nachzugehen: Hat der Gesetzgeber tatsächlich aus (vermeintlichen) Fehlern der Vergangenheit gelernt? Ist es ihm gelungen, den ewig neuen Wettstreit umzukehren oder zu stoppen?

Der Erlass des § 27a WpHG und der des § 25a WpHG liegen mit knapp zwei Jahren verhältnismäßig lange auseinander und basieren nicht nur auf Regierungsentwürfen unterschiedlicher Regierungen, sondern auch auf unterschiedlichen Regierungskoalitionen. Geht man aber davon aus, dass sie auf demselben Ursachenzusammenhang gründen und zumindest einem gemeinsamen Grund geschuldet sind, erscheint der Faktor Zeit nochmals in einem anderen Lichte. Die diesen Normen potentiell beikommende weitreichende Bedeutung lässt sich jedoch nicht auf eine rein wertpapierrechtliche Dimension reduzieren. Die mit den Regelungen einhergehenden Verpflichtungen können wirtschaftlich höchst sensible Aspekte eines Unternehmens oder eines Investors betreffen, die in ihrem Kern keinen relevanten Bezug zur Markttransparenz aufweisen. Diese Punkte dürfen nicht vernachlässigt oder zugunsten einseitiger gegenläufiger Interessen außer Acht gelassen werden, zumal auffällt, dass jedenfalls § 27a WpHG bisher kaum Beachtung geschenkt wurde seitens der entscheidungsbefug-

49 I.E. ähnlich: *Eichner*, ZRP 2010, 5 (6); zu den verschiedenen Gestaltungsmöglichkeiten bei Derivaten vgl. *Heinrich*, in: KK-WpHG, § 25a, Rn. 40 ff.; *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340 (344 ff.).

ten Stellen.⁵⁰ Insofern bedarf es neben der Auswertung der offiziellen Gesetzesbegründung auch einer Beleuchtung und Analyse der tatsächlichen (Begleit-) Umstände, die zu den Gesetzen geführt haben, mit denen §§ 27a und 25a WpHG in das Wertpapierhandelsgesetz integriert wurden. Eine Betrachtung aus wirtschaftlicher Perspektive ist ebenfalls geboten, da eine Beurteilung von „gesamtwirtschaftlich unerwünschten Aktivitäten“ ohne deren Einbeziehung affektiert wirkt. Es ist zu prüfen, worauf die Klassifizierung beruht und ob die Nutzung von nicht meldepflichtigen (Finanz-) Instrumenten tatsächlich zu einer Verringerung der Liquidität geführt oder Verwerfungen hervorgerufen hat.

Hierbei gilt es jedoch, die klassischen Fälle des sog. „Anschleichens“ von den bisweilen ebenfalls in diesem Kontext genannten Fällen des sog. *Creeping In* zu unterscheiden. Daher erfolgt neben der Darstellung der prominentesten deutschen Fälle des sog. Anschleichens auch eine kurze Abgrenzung. Die (vermeintlich) festgestellten Defizite werden beleuchtet sowie die daraus hervorgegangenen und darauf gegründeten legislativen Ansichten dargestellt.

I. „Heuschrecken“ und „Anschleichen“ – (k)ein Problem!?

Der Themenkomplex „Heuschrecken“⁵¹ im Gesamtkontext Kapitalmarkt bedarf aufgrund der schon Jahre andauernden kontroversen Diskussion keiner weiterreichenden Ausführungen. Mit dem Begriff „Heuschrecke“ im kapitalmarktrechtlichen Sinn wird in aller Regel ein Finanzinvestor verbunden, der ein, so zumindest die Kritiker, grundsätzlich gesundes Unternehmen aufkauft, um dieses erst auszubeuten und dann in einem zweiten Schritt gewinnbringend als Ganzes oder filetiert wieder zu veräußern.

50 Hier ist neben der Legislative an die Exekutive zu denken, die durch das BMF oder die BaFin handeln könnte.

51 Der Begriff wurde im kapitalmarktrechtlichen Kontext durch ein Interview von Franz Müntefering (damaliger SPD-Vorsitzender) in der Bild am Sonntag vom 17.4.2005 geprägt. Die Aussage stand im Zusammenhang mit dem Erwerb der Grohe AG, ehemals Weltmarktführer für Sanitär- und Küchenarmaturen, durch Finanzinvestoren. Die Diskussion um diese Übernahme und insbesondere die Verhältnisse bzw. Entwicklungen bei Grohe in der Folge der zweiten Veräußerung (nach 1998) an Finanzinvestoren schrieb durch die von Franz Müntefering initiierte Kapitalismuskritik-Debatte deutsche Wirtschafts- und Sprachgeschichte. Sie ging unter dem Schlagwort „Heuschrecken“ in die Geschichte ein und wurde zum Börsenunwort des Jahres 2005 gewählt. Bei der Wahl zum Wort des Jahres 2005 belegte das Wort einen beachtlichen vierten Platz.

1. Das Instrumentarium der (Finanz-) Investoren

Das sog. Anschleichen wurde insbesondere in den letzten Jahren ausführlich diskutiert und betraf vor allem solche börsennotierten Unternehmen, die keinen Groß- bzw. Ankeraktionär besaßen. Allerdings gilt auch für diesen Grundsatz der Sinnspruch Ciceros⁵² „*exceptio probat regulam in casibus non exceptis*“. Der Volkswagen-Konzern, an dem das Bundesland Niedersachsen schon seit der Umwandlung der Volkswagenwerk GmbH in eine AG im Jahre 1960 rund 20 % der Stimmrechte hält, mag zur Veranschaulichung genügen. Der Terminus ‚Anschleichen‘ wird teilweise auch im Zusammenhang des sog. *Low Balling*⁵³ oder des sog. *Creeping-In*⁵⁴ verwandt.⁵⁵ Die zuletzt genannten Erscheinungsformen des Anteilserwerbs tangieren allerdings vornehmlich übernahmerechtliche Gesichtspunkte im Rahmen eines sukzessiven Beteiligungsaufbaus und nicht speziell die Umgehung von bestehenden Meldepflichten durch den Einsatz innovativer (Finanz-) Instrumente. Letzteres trifft eher den Kernbereich des Anschleichens.

Durch diese Vermischung wandelte sich auch der Sprachgebrauch bei normalen Anschleich-Konstellationen. Die aus dem Bereich der feindlichen Unternehmensübernahme stammenden und sich militärischer Metaphern bedienenden Ausdrücke wie „Angreifer“, „Target“, „Weißer Ritter“, „Abwehrschlacht“ oder „Kriegskasse“ wurden immer wieder gezielt im Rahmen eines Beteiligungsaufbaus eingesetzt, um den stattfindenden unternehmerischen Vorgängen nicht zuletzt auch eine scheinbar heroische Dimension zu verleihen.⁵⁶ Durch den gezielten Einsatz dieser martialischen Ausdrucksweise sollte nicht nur eine größere Öffentlichkeit geschaffen werden, sondern es sollte mit einiger Sicherheit auch die vierte Gewalt im Staate dazu

52 Cicero, Marcus Tullius, 106 v. Chr. bis 43 v. Chr., römischer Politiker, Anwalt, Schriftsteller, Philosoph und (einer) der berühmteste(n) Redner Roms; Zitat verwendet in der Verteidigungsrede von Lucius Cernelius Balbus Maior; lateinisch für: Die Ausnahme bestätigt die Regel in den nicht ausgenommenen Fällen.

53 „Den Ball flach halten“: Der Terminus beschreibt ein kalkuliertes Vorgehen im Rahmen eines Übernahmeverfahrens, bei dem die strengen WpÜG-Vorschriften durch ein unattraktives Initiativangebot ausgehebelt werden.

54 „Hineinkriechen“: Dieser Ausdruck wird typischerweise zur Beschreibung des Umstandes genutzt, dass ein Investor eine bereits bestehende Beteiligung i.H.v. rund 30 % ausbaut bis zum Erreichen der strategischen Schwelle von 50 %. So hat ACS bei Hochtief bspw. nach Überspringen der 30 % sukzessive seinen Anteil auf über 50 % ausbauen können, ohne im Bereich zwischen diesen Meldeschwellen mitteilungs-pflichtig zu werden.

55 Beispielhaft: Baums, ZIP 2010, 2374 (2377).

56 Vgl. Eichner, ZRP 2010, 5.

motiviert werden, mit ihrer medialen Macht zugunsten einer, in aller Regel der „angegriffenen“ Partei, aktiv zu werden sowie eine Solidarisierung herbeizuführen.

Der sog. Angreifer, der Investor mit Erwerbs- und/oder Übernahmeabsicht, nutzte in den nachfolgend unter B.II und B.II.2 diskutierten Fällen zur Umsetzung seiner strategischen Überlegungen eine Anschleich- und Überrumpelungstaktik, um verhältnismäßig zügig großen Einfluss im Zielunternehmen zu erlangen. Seiner Taktik folgend baute er unbemerkt, d.h. unter Vermeidung des Auslösens einer wertpapierrechtlichen Mitteilungspflicht gemäß §§ 21 ff. WpHG, ein möglichst großes Beteiligungspaket am Zielunternehmen auf bzw. ließ sich durch die regelmäßig involvierten Kreditinstitute ein solches Paket organisieren. Er flog somit unter Nutzung derivativer (Finanz-) Instrumente, die als Tarnung dienten, unter dem Radar der kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten hindurch.⁵⁷ Auf diese Weise sollte frühzeitig der eigene Einfluss auf einen möglichst großen Anteil der Stimmrechte des Emittenten gesichert werden. Dieses Vorgehen führte zu einer Vorverlagerung des faktischen Einflusses und der Absicherung des für einen späteren Zeitpunkt erstrebten tatsächlichen Aktienenerwerbs, den man auch als Einflusswerb beschreiben kann.

All dies geschah im Idealfall – aus Sicht des Angreifers – bevor die anderen Marktpartizipanten, insbesondere auch der Emittent selbst, einen Anfangsverdacht schöpften, jedenfalls aber bevor sie Kenntnis erlangten. Dieser Gesichtspunkt war einer der Hauptkritikpunkte am sog. Anschleichen. Kritiker werfen und warfen den Anschleichern vor, die Gesetze widerrechtlich zu umgehen. Die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde entschied in der Causa Schaeffler-Continental demgegenüber richtigerweise, dass sie in den von Schaeffler zur Übernahme von Continental getroffenen Maßnahmen keinen Verstoß gegen deutsches Wertpapierrecht erkennen konnte.⁵⁸ Dennoch ging ein Aufschrei des Entsetzens und der öffentlichen Empörung quer durch weite Teile der deutschen Gesellschaft, der deutlich über die betroffenen Kreise hinaus Wellen schlug. Dies reichte von dem sog. „Brandbrief“ einiger DAX-Vorstände an die Bundesregierung⁵⁹ über

57 Diese sehr treffende Metapher wurde in diesem Kontext von *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, verwendet.

58 Vgl. Pressemitteilung der BaFin zum Fall Schaeffler-Continental vom 21.8.2008, abgerufen am 7.6.2011 von: http://www.bafin.de/cln_108/nn_721290/SharedDocs/Mitteilungen/DE/Service/PM__2008/pm__080821__conti.html?__nnn=true.

59 Vgl. *Becker*, Finanzchefs stoßen in Berlin bisher auf taube Ohren, Börsen-Zeitung vom 29.8.2008, S. 7.