Würzburger rechtswissenschaftliche Schriften
herausgegeben von der Juristischen Fakultät der Universität Würzburg

Daniel Epe

Die neue kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz

Eine Analyse der §§ 25, 25a WpHG und der Art. 13 ff. der Transparenz-Änderungsrichtlinie

Ergon

Daniel Epe

Die neue kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz

WÜRZBURGER
RECHTSWISSENSCHAFTLICHE SCHRIFTEN

Herausgegeben
von der
Juristischen Fakultät der Universität Würzburg

Band 98

ERGON VERLAG

Daniel Epe

Die neue kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz

Eine Analyse der §§ 25, 25a WpHG und der Art. 13 ff. der Transparenz-Änderungsrichtlinie

ERGON VERLAG

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

© Ergon – ein Verlag in der Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018
Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung außerhalb des Urheberrechtsgesetzes bedarf der Zustimmung des Verlages.
Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen jeder Art, Übersetzungen, Mikroverfilmungen
und für Einspeicherungen in elektronische Systeme.
Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.
Satz: Ergon-Verlag GmbH
Umschlaggestaltung: Jan von Hugo

www.ergon-verlag.de

ISSN 1432-0339
ISBN 978-3-95650-260-6 (Print)
ISBN 978-3-95650-372-6 (ePDF)

Inhalt

Vorwort/Lesehinweis 19

Einleitung 21

A. Überblick 21

B. Gang der Untersuchung 22

I. Darstellung 22

II. Leitsätze als Typusmerkmale 23

1. Bedeutung und Verwendung von Typusmerkmalen 23

2. Konkretisierung der neuen Meldepflichten mit Hilfe von Typusmerkmalen 26

1. Teil: Die Entwicklung der Beteiligungstransparenz bis zur Einführung der §§ 25, 25a WpHG n. F. 27

A. Die Beteiligungstransparenz als Teil des europäischen Kapitalmarktrechts 27

B. Die Transparenz von Stimmrechten und gesicherten Erwerbspositionen auf Stimmrechte 29

I. Begriff, Rechtfertigung und grundlegende Ziele der Beteiligungstransparenz 29

1. Begriff 29

2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und Anlegerschutz 30

a) Allokative Funktionsfähigkeit 31

b) Operationale Funktionsfähigkeit 31

c) Institutionelle Funktionsfähigkeit 31

3. Ziele der Beteiligungstransparenz 32

II. Offenlegung von Stimmrechten an einem Emittenten 33

1. Mitteilungspflicht für eigene Stimmrechte gemäß § 21 WpHG 33

2. Zurechung fremder Stimmrechte gemäß § 22 WpHG 33

III. Offenlegung von gesicherten Erwerbspositionen auf Stimmrechte gemäß § 25 WpHG a. F. 35

C. Zwischenergebnis 36

2. Teil: Die Änderungen durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) und die Bedeutung für die Beteiligungstransparenz 37

A. Die Änderungen durch das AnsFuG 37

I. Hintergründe der Reform 37

1. Ausschlaggebender Anlass: Anschleichen bei Unternehmensübernahmen – *Schaeffler/Continental* und *Porsche/VW* 38

2. Erfassung sämtlicher Konstruktionen von Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten – offener Generaltatbestand 41

II. Überblick über die Regelungen 42

1. § 25 WpHG 42

2. § 25a WpHG 42

III. Internationale Betrachtung 43

1. Schweiz 44

2. Großbritannien 45

3. Frankreich 47

4. USA 48

B. Thesen über die Bedeutung der Regelungen für die Beteiligungstransparenz 49

I. Aufdeckung des wirtschaftlichen Eigentums? 50

1. Definition von wirtschaftlichem Eigentum 50

2. Verhältnis zwischen wirtschaftlichem Eigentum und *Hidden Ownership* 51

3. Allgemeines Verständnis von wirtschaftlichem Eigentum 52

4. Darstellung der These 52

II. Verhinderung der Aufspaltung von Stimmrecht und wirtschaftlichem Eigentum? *Empty Voting* und *Hidden Ownership* 53

III. Neues System der Beteiligungstransparenz: Gesamtheit der rechtlichen und wirtschaftlichen Interessen? 55

C. Zwischenergebnis 57

3. Teil: Die Entwicklung von Leitsätzen für die §§ 25, 25a WphG und ihre Bedeutung für die Beteiligungstransparenz 59

A. § 25 WphG 59

I. Sinn und Zweck der Regelung 59

II. Voraussetzungen der Meldepflicht (§ 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG) 60

1. Unmittelbarer oder mittelbarer Halter 60

2. Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente 61

a) Finanzinstrumente im Sinne des § 25 WpHG 61

b) Sonstige Instrumente 61

(1) Wortlaut 61

(2) Sinn und Zweck 62

(a) Positive Auslegung 62

(b) Auslegung mit Hilfe des Ausschlussprinzips 63

(c) Relevante Entwicklung auf EU-Ebene 65

(3) Historische Auslegung 66

(4) Systematik 67

(5) „Das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung ... Aktien zu erwerben“ 68

(6) Zwischenergebnis 69

(7) Konkretisierung durch anerkannte Fälle aus der Praxis 70

(a) Wertpapierleihe/Wertpapierdarlehen 71

(b) Echte Wertpapierpensionsgeschäfte 74

(c) *Repurchase Agreement* 76

(d) Feste Erwerbspflichten 77

(e) M&A Aktienkaufverträge 79

(f) Gesellschaftervereinbarungen, insbesondere Vorkaufsrechte 80

(8) Leitsätze für „Sonstige Instrumente“ 80

(9) Bedeutung des § 25 WpHG n. F. für die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz 82

(a) Aufdeckung des wirtschaftlichen Eigentums? 83

(i) Meinungsstand im Schrifttum 83

(ii) Überprüfung der These 83

(iii) Ergebnis 85
(b) Verhinderung der Aufspaltung von Stimmrecht und wirtschaftlichem Eigentum? *Empty Voting* und *Hidden Ownership* 85
(i) Überprüfung der These 86
(ii) Ergebnis 87
(c) Neues System der Beteiligungstransparenz: Gesamtheit der rechtlichen und wirtschaftlichen Interessen? 87
(i) Überprüfung der These 87
(ii) Ergebnis 89

B. § 25a WpHG 89

I. Zweck der Regelung 90
1. Transparenz des verdeckten Beteiligungsaufbaus 90
2. Aufdeckung von Stimmrechten? 91
3. Aufdeckung von wirtschaftlichem Eigentum? 92
a) Barausgleichderivate als Fall des wirtschaftlichen Eigentums? – Meinungsstreit zur alten Rechtslage 92
(1) Meinungsstreit zum „Halten für fremde Rechnung“ gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG 93
(2) Zwischenergebnis 94
b) Fortentwicklung der Beteiligungstransparenz zur Offenlegung wirtschaftlicher Interessenpositionen: Diskussion im Schrifttum 95
(1) Diskussionsstand zum wirtschaftlichen Eigentum/Interessen 95
(2) Zwischenergebnis 96
4. Vorverlagerung des Meldezeitpunktes 97
5. § 25a WpHG als Generaltatbestand? 99
a) Meinungsstand im Schrifttum 99
b) Stellungnahme 100

II. Voraussetzungen der Meldepflicht gemäß § 25a WpHG 101
1. Unmittelbarer und mittelbarer Halter 101
2. Finanzinstrumente im Sinne des § 25a WpHG 102
a) Definition, § 2 Abs. 2b WpHG 102

b) *Contracts for Difference, Cash Settled Options, Cash Settled Equity Swaps* ... 102
(1) Terminologie ... 103
(2) Funktionsweise ... 104
(a) *Contract for Difference* ... 104
(b) *Cash Settled Option* ... 105
(c) *Cash Settled Equity Swap* ... 105
(3) Besondere Merkmale von CfDs, *Cash Settled Options* und *Cash Settled Equity Swaps* ... 106
(a) Merkmale und Rechtsnatur von CfDs ... 106
(b) Merkmale und Rechtsnatur von *Cash Settled Options* ... 109
(c) Merkmale und Rechtsnatur von *Cash Settled Equity Swaps* ... 115
(4) Verwendung zum „Anschleichen" ... 119
c) Auswirkungen eines offenen Generaltatbestandes auf den Begriff der Finanzinstrumente? ... 119
d) Zwischenergebnis ... 120
e) Leitsätze für „Finanzinstrumente" im Sinne des § 25a WpHG ... 121
3. Sonstige Instrumente ... 122
a) Wortlaut ... 122
b) Sinn und Zweck ... 123
c) Historische Auslegung ... 125
d) Systematik ... 125
e) Zwischenergebnis / Leitsätze für „Sonstige Instrumente" im Sinne des § 25a WpHG ... 126
4. „Ihrem Inhaber oder einem Dritten" ... 126
a) Definition ... 127
b) Historische Auslegung ... 127
c) Sinn und Zweck ... 128
d) Unterschied zu § 25 WpHG ... 129
e) Ergebnis ... 129
5. „Ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien zu erwerben" ... 130
a) Definition von „Ermöglichen" ... 130
b) Auslegung ... 131
(1) Wortlaut ... 131

(2) Regelbeispiele 131
(3) Historische Auslegung 133
(4) Sinn und Zweck 134
(a) Verhinderung des verdeckten Beteiligungsaufbaus 134
(b) Vorverlagerung des Meldezeitpunktes 135
(c) Wirtschaftliche Logik? 135
(i) Wirtschaftliche Logik: Wortlaut 135
(ii) Wirtschaftliche Logik: Konkretisierung im Kontext des Anschleichens 137
(d) Aufdeckung von Stimmrechten? 138
(e) Aufdeckung des wirtschaftlichen Eigentums? 140
c) „bereits ausgegebene Aktien“ 140
d) Zwischenergebnis 142
e) Fälle aus der Praxis 143
(1) *Irrevocable Undertakings* 144
(2) *Letters of Intent / Memoranda of Understanding / Term Sheets* 145
(a) *Letter of Intent* 146
(i) Darstellung 146
(ii) Meinungsstand und Pro-/Contra-Argumente zum *Letter of Intent* und § 25a WpHG 148
(iii) Stellungnahme – die Exklusivitätsvereinbarung und die vorvertragliche Vertrauenshaftung als praktikable Abgrenzungskriterien 150
(iv) Ergebnis 153
(b) *Memoranda of Understanding* 154
(c) *Term Sheets* 154
(3) Bedingte M&A Aktienkaufverträge 155
(4) Gesellschaftervereinbarungen über Vorkaufs-, Ankaufs- oder Andienungsrechte / Poolstrukturen 157
(a) Gesellschaftervereinbarungen 157
(b) Poolstrukturen 159
(5) Verfallklauseln gemäß § 1259 BGB in Pfandrechtsvereinbarungen 160
(6) Stillhalter einer *Put*-Option 161

(7) Fiktion des § 25a Abs. 1 Satz 4 WpHG für Angebote nach WpÜG ... 162
(8) *Baskets* / Indizes ... 164
(9) Unechte Wertpapierpensionsgeschäfte ... 164
(10) *American Depositary Receipts* ... 165
f) Leitsätze für „Ermöglichen" ... 167
g) Bedeutung für die Beteiligungstransparenz ... 169
(1) Aufdeckung des wirtschaftlichen Eigentums? ... 170
(a) Überprüfung der These ... 170
(b) Ergebnis ... 172
(2) Verhinderung der Aufspaltung von Stimmrecht und wirtschaftlichem Eigentum? „*Empty Voting*" und „*Hidden Ownership*" ... 172
(a) Überprüfung der These ... 173
(b) Ergebnis ... 173
(3) Neues System der Beteiligungstransparenz: Gesamtheit der rechtlichen und wirtschaftlichen Interessen? ... 174
(a) Überprüfung der These ... 174
(b) Ergebnis ... 176
6. „Aufgrund ihrer Ausgestaltung" ... 176
a) Wortlaut ... 177
b) Nicht erfasste Instrumente, insbesondere *Debt Equity Swaps* ... 177
c) Leitsätze für Kausalität ... 179
7. Mitzuteilender Stimmrechtsanteil, § 25a Abs. 2 WpHG ... 179
a) Beginn der Meldeschwelle bei 5 % ... 180
(1) § 25a Abs. 2 Satz 1 WpHG ... 180
(a) Wortlaut und Sinn und Zweck ... 180
(b) Diskrepanz zwischen konkreter Anzahl, auf die sich ein Instrument bezieht und Aktien, deren Erwerb ermöglicht wird? ... 181
(2) § 25a Abs. 2 Satz 2 WpHG ... 181
(a) Wortlaut ... 181
(b) Sinn und Zweck ... 182
(c) Berechnung in der Praxis ... 182
b) Zusammenrechnung, § 25a Abs. 1 Satz 7, Abs. 2 Satz 3 WpHG ... 183
(1) § 25a Abs. 1 Satz 7 ... 183

(2) § 25a Abs. 2 Satz 3 183
8. Ausnahmetatbestand, § 25a Abs. 3 WpHG 184
a) „Bei der Berechnung der Höhe“ 184
b) Voraussetzungen 184
(1) Unternehmen, das Wertpapierdienstleistungen erbringt 184
(2) Sitz in Mitgliedstaat oder in Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum 185
(3) Halten von Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten 185
(4) Finanzinstrumente und sonstige Instrumente sind im Rahmen der dauernden und wiederholten Emissionstätigkeit entstanden? 185
(a) Emissionstätigkeit 185
(b) „im Rahmen der dauernden und wiederholten“ 185
(5) „gegenüber Vielzahl von Kunden entstanden“ 186
c) Ergebnis 186

4. Teil: Die neue Beteiligungstransparenz auf europäischer Ebene 187

A. Die Änderung der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG) zu den kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten 187

I. Stand der Entwicklung 188

II. Überblick über die geplanten Änderungen der Transparenzrichtlinie 189
1. Artikel 13 n. F. Transparenz-Änderungsrichtlinie 189
2. Artikel 13a n. F. Transparenz-Änderungsrichtlinie 191
3. Artikel 28 n. F., 28a n. F., 28b n. F., 28c n. F. und 29 n. F. Transparenz-Änderungsrichtlinie 191

III. Die neue Rolle der ESMA 193

IV. Gebot der Vollharmonisierung 195
1. Autonome Auslegung der Änderungsrichtlinie 196
a) Wortlaut Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 5 Transparenz-Änderungsrichtlinie 196

b) Erwägungsgrund (12) der Transparenz-Änderungsrichtlinie 198
c) Begründung zum Transparenz-Änderungsrichtlinie-Entwurf der EU-Kommission / Vergleich mit Erwägungsgrund (12) der Transparenz-Änderungsrichtlinie 199
d) *Presidency Compromise* 199
2. Ergebnis 200
V. Die Änderungen der Meldepflichten für Finanzinstrumente auf europäischer Ebene 201
1. Begriff der Finanzinstrumente – keine Meldepflicht für sonstige Instrumente 202
a) Regelung in Art. 13 Abs. 1b des Änderungsvorschlags 203
b) Erstellung einer Liste durch ESMA 203
2. Mitteilungspflicht für Finanzinstrumente, die das unbedingte Recht auf Erwerb von Aktien verleihen 205
a) „Bei Fälligkeit“ 205
b) „Unbedingt“ 206
3. Mitteilungspflicht für Finanzinstrumente, die eine Ermessensbefugnis in Bezug auf das Recht auf Erwerb verleihen 206
4. Mitteilungspflicht für Finanzinstrumente mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung 208
a) Definition von „vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung“? 208
b) Autonome Auslegung 209
(1) Wortlaut 209
(a) Wirtschaftliche Wirkung von Finanzinstrumenten, die ein unbedingtes Erwerbsrecht oder ein Ermessen in Bezug auf dieses Erwerbsrecht verleihen 209
(i) Finanzinstrumente, die ein unbedingtes Erwerbsrecht verleihen 209
(ii) Finanzinstrumente, die ihrem Inhaber ein Ermessen in Bezug auf das Recht auf den Aktienerwerb verleihen 210

(iii) Fälle aus der Praxis 210
(iv) Zwischenergebnis / Leitsätze für die wirtschaftliche Wirkung der Finanzinstrumente im Sinne des Art. 13 Abs. 1 Buchstabe a) 213
(v) Ansichten im deutschen Schrifttum zu Art. 13 Abs. 1 Buchstabe b) 213
(b) „Vergleichbar“ 214
(2) Erwägungsgründe 214
(3) Begründung des Transparenz-Änderungsrichtlinie-Entwurfs 215
(4) Zwischenergebnis 215
c) Der Begriff des „*similar economic effects*“ in den englischen Transparenzvorschriften 216
d) Fallgruppen aus der Praxis im Sinne von Art. 13 Abs. 1 Buchstabe b) 217
(1) Übertragbare Wertpapiere 218
(2) Optionen 218
(3) Terminkontrakte 219
(4) *Swaps* 219
(5) Zinsausgleichvereinbarungen 220
(6) Differenzgeschäfte 220
e) Ergebnis / Leitsätze für Art. 13 Abs. 1 Buchstabe b) Transparenz-Änderungsrichtlinie 221
5. Zusammenrechnung – Art. 13a der Transparenz-Änderungsrichtlinie 222
6. Ausnahmeregelungen 223
7. Sanktionen – Art. 28, 28a, 28b und 28c der Transparenz-Änderungsrichtlinie 224
a) Maßnahmenkatalog für zuständige Behörde 224
b) „*Naming and Shaming*“ 225
c) Möglichkeit der Stimmrechtssuspendierung durch richterliche oder behördliche Anordnung? 225
(1) Zuständigkeit für die Stimmrechtssuspendierung 226
(2) Stimmrechtsverlust zu Lasten Dritter? 227

d) Verwaltungsgeldstrafen bis zu 10 Mio. EUR oder bis zu 5 % des Gesamtjahresumsatzes bzw. bis zur zweifachen Höhe des erzielten Gewinns bzw. des verhinderten Verlusts 229
e) *Presidency Compromise* 229
f) Bericht des Rechtsauschusses des Europäischen Parlaments 230

B. Das wirtschaftliche Interesse als neuer Gegenstand der europäischen Transparenz? – „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“ 230

I. Grundlegende Ziele der europäischen Beteiligungstransparenz 231

II. Bisheriger Gegenstand: Stimmrechte und gesicherte Erwerbspositionen 231

III. Neuer Gegenstand: die „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“ von Finanzinstrumenten 232

1. Aufdeckung des wirtschaftlichen Eigentums? 233
2. Verhinderung der Aufspaltung von Stimmrecht und wirtschaftlichem Eigentum? 234
3. Entwicklung zur Offenlegung der Gesamtheit der Interessen? 236
4. Ergebnis 237

C. Bewertung der EU-Vorschläge und ihre Bedeutung für die Beteiligungstransparenz in Deutschland 237

I. EU-Vollharmonisierung 237

II. Keine „sonstigen Instrumente“? 238

III. Unterschied zwischen Finanzinstrumenten mit „vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung“ und Finanzinstrumenten, die einen Aktienerwerb „ermöglichen“? 239

IV. Stimmrechtssuspendierung und Bußgeld als Sanktion 241

1. Stimmrechtssuspendierung 241
2. Bußgeld 243

V. Gesteigerte Bedeutung der BaFin 245

VI. Ergebnis 245

5. Teil: Ein neues Modell der Transparenz – die „Interessentransparenz“ 247

A. Das rechtliche und wirtschaftliche Interesse eines Marktteilnehmers als neuer Anknüpfungspunkt für die Meldepflicht 248

I. Rechtsökonomische Überlegungen zur Interessentransparenz 248

1. Vorteile bzw. fördernde Aspekte einer Interessentransparenz 249

2. Nachteile bzw. beeinträchtigende Aspekte einer Interessentransparenz 251

3. Abwägung 253

4. Ergebnis 255

II. Interessentransparenz als Konsequenz der gegenwärtigen Entwicklung 255

B. Ausgestaltung der Interessentransparenz 256

I. Regelungszweck und Ziele der Interessentransparenz 257

II. Inhalt der Interessentransparenz 258

III. Gesetzliches Konzept, Filterfunktionen und Ausnahmeregelungen 260

1. Wahl des gesetzlichen Konzepts 260

2. Filterfunktionen 263

a) Erheblichkeits- bzw. Konkretisierungsschwelle 263

(1) Konkretisierungsschwelle nach Maßgabe der Rechtsgedanken des § 10 WpÜG und des Insiderrechts 263

(2) Bestimmung des vorgelagerten Meldezeitpunktes nach Maßgabe einer Interessenabwägung und den Grundsätzen zur hinreichenden Wahrscheinlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG 266

(3) Dokumentation des Interessensstadiums 270

(4) *Ex post*-Kontrolle 271

(5) Ergebnis 271

b) Meldeschwellen 271

c) Aussortierung bestimmter Interessen 272
d) Befreiungsmöglichkeit gemäß § 15 Abs. 3 WpHG analog oder durch eine eigene vergleichbare Vorschrift? 274
e) Verhältnis zwischen der Interessentransparenz, § 15 WpHG und § 10 WpÜG 277

C. Systematische Darstellung – die Trichterform 280

D. Sanktionen 281

E. Dogmatische Ausgestaltung 283

6. Teil: Zusammenfassung der Ergebnisse 287

Anhang 1: Synoptische Darstellung zu §§ 25, 25a WpHG 297

Nachwort/Aktuelle Gesetzeslage 305

Literaturverzeichnis 307

Vorwort/Lesehinweis

Die vorliegende Arbeit wurde als Dissertation an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg im Sommersemester 2015 zugelassen und im Sommersemester 2016 angenommen. Zitierte Vorschriften entsprechen der Gesetzeslage zum Stand 19. November 2015. Seitdem ist die Entwicklung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz weiter voran geschritten. Insbesondere das Umsetzungsgesetz zur Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 1. Oktober 2015, durch das unter anderem durch Veröffentlichung im Bundesgesetzblatt am 20. November 2015 die §§ 25, 25a WpHG erneut im Sinne der Transparenz-Änderungsrichtlinie geändert wurden, markiert den letzten großen Meilenstein in dieser Entwicklung.

Die in der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vorgesehenen Änderungen der §§ 25, 25a WpHG, wie sie dann durch das Umsetzungsgesetz nationales Recht wurden, werden in Teil 4 dieser Arbeit bei der Behandlung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie beschrieben. Insofern liefern die dortigen Untersuchungen nach wie vor relevante Ergebnisse zur Entwicklung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz und zur aktuellen Gesetzeslage. Es hat sich sozusagen lediglich der Regelungsort geändert und findet sich nunmehr im WpHG.

Teil 3 dieser Arbeit untersucht den materiellen Inhalt der §§ 25, 25a WpHG in der Fassung, die sie vor der Verabschiedung des Umsetzungsgesetzes zur Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie hatten. Das ermöglicht zum einen ein Gesamtverständnis der Entwicklung der Beteiligungstransparenz. Zum anderen hat sich der materielle Inhalt der §§ 25, 25a WpHG (in ihrer Fassung bis zum 20. November 2015) durch das Umsetzungsgesetz nicht geändert, so dass die Untersuchungsergebnisse in Teil 3, insbesondere die dort entwickelten Leitsätze für die Praxis, nach wie vor von Interesse sind.

Um dem Leser bei der Verwendung dieser Arbeit den schnellen Überblick über die §§ 25, 25a WpHG in ihrer Fassung zum Zeitpunkt dieser Arbeit und ihrer aktuellen Fassung sowie die Änderungen durch die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie zu ermöglichen, werden die Vorschriften in einer Tabelle in *Anhang 1* synoptisch gegenübergestellt. Dabei zeigt die linke Spalte der Tabelle die Vorschriftenfassungen bis zum Inkrafttreten des Umsetzungsgesetzes am 20. November 2015 sowie die durch das Umsetzungsgesetz erfolgten Streichungen im Text. Die rechte Spalte der Tabelle zeigt die Vorschriften in ihrer aktuellen Fassung sowie die durch das Umsetzungsgesetz ergänzten Textstellen. Im Rahmen der Untersuchung wird an verschiedenen Stellen auf diesen Anhang verwiesen.

Mein besonderer Dank gilt meiner Frau und meinen Eltern, die mich alle bei der Fertigstellung der Arbeit immer unterstützt haben. Insbesondere meine Frau hat mir immer wieder dabei geholfen, die für so eine Arbeit erforderlichen Zeitfenster „freizuschaufeln“. Zudem möchte ich Prof. Dr. Teichmann für die Betreuung der Arbeit und die Erstellung des Erstgutachtens sowie Prof. Dr. Scherer für die Erstellung des Zweitgutachtens danken.

München, im März 2017 Daniel Epe

Einleitung

A. Überblick

Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz durchlebt seit einiger Zeit einen Wandel. Von verschiedener Seite rückt man ihr mit Änderungen zu Leibe. Auf nationaler Ebene wurde durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (*AnsFuG*) vom 5. April 2011 insbesondere § 25a WpHG ins Gesetz aufgenommen, der seit seiner Einführung die Praxis vor verschiedene Anwendungsprobleme stellt. Auf europäischer Ebene wurde vor kurzem die Transparenzrichtlinie geändert, wodurch der europaweite einheitliche Transparenzstandard – vor allem hinsichtlich der Offenlegung von Finanzinstrumenten – aktualisiert wurde.[1]

Diese Maßnahmen bezwecken eine Verbesserung der Beteiligungstransparenz. Berühmte Einzelfälle waren bereits in einzelnen Mitgliedstaaten (z. B. Schweiz, Deutschland, Großbritannien) der Auslöser zu Reformen der bisherigen Offenlegungsvorschriften.[2] Ein besonderes Augenmerk wurde dabei auf die Offenlegung von Finanzinstrumenten gelegt, die sich bis dahin für einen heimlichen Beteiligungsaufbau (sog. „Anschleichen") eigneten.[3]

Doch es scheint, als hätten diese Vorgänge mehr als nur die gewünschte Transparenz von zum Anschleichen verwendeten Finanzinstrumenten gebracht. Sie könnten darüber hinaus möglicherweise einen grundlegenden Wandel der bisherigen Beteiligungstransparenz in Deutschland und Europa fördern. Während der bisherige Anknüpfungspunkt für die Meldepflichten des WpHG in erster Linie die Inhaberschaft von Stimmrechten an einem Emittenten war, kann eine zunehmende Verschiebung zu anderen Anknüpfungspunkten beobachtet werden. Das führt zu zwei Fragen: Welche Art von neuer Transparenz wird derzeit durch die nationalen und europäischen Reformen eingeführt und welche Art von Transparenz könnte in der weiteren Zukunft herrschen?

---

1 Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderung 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.

2 Vgl. u. a. *Brandt*, BKR 2010, 270 (270).

3 Vgl. Begr. RegE BT.-Drs. 17/3628, S. 17.

B. Gang der Untersuchung

I. Darstellung

Die Entwicklung der neuen Beteiligungstransparenz und die neuen maßgeblichen Anknüpfungspunkte für die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten sind Gegenstand dieser Untersuchung. Es wird zunächst eine Bestandsaufnahme der bisherigen Beteiligungstransparenz vorgenommen, denn möglicherweise war die gegenwärtige Entwicklung bereits in früheren Gesetzesänderungen angelegt (*dazu im* 1. Teil). Anschließend wird ein kurzer Überblick über die einschlägigen Neuregelungen des AnsFuG als jüngste Änderung des WpHG gegeben. Dabei werden auch vergleichbare Reformen in anderen Staaten betrachtet (*dazu im* 2. Teil, A.).

Im dritten Teil werden die Neuregelungen des AnsFuG – § 25 und § 25a WpHG – im Detail daraufhin untersucht, ob generelle Leitsätze für die Tatbestandsmerkmale der neuen Vorschriften gebildet werden können, durch die sich möglicherweise die neuen Anknüpfungspunkte für die Beteiligungstransparenz konkretisieren lassen. Diese Leitsätze sind nicht als abschließende Definition der erfassten Instrumente gedacht. Denn der Gesetzgeber hat mit der Einführung von § 25a WpHG gerade eine offene und dynamische Meldevorschrift einführen wollen. Deshalb erscheint eine abschließende Definition schwierig. Es sollte aber möglich sein, in Anlehnung an die Typenlehre[4], bestimmte „Typusmerkmale" für die Tatbestandsvoraussetzungen der neuen Meldepflichten zu entwickeln, von denen eins oder mehrere im Einzelfall gegeben sein können, und deren Vorliegen ein meldepflichtiges Instrument wahrscheinlich macht. Diese Vorgehensweise kennt das Kapitalmarktrecht bereits für den Begriff des Termingeschäfts.[5] Die Rechtsprechung und die Literatur sind zu dem Ergebnis gekommen, dass der Begriff des Termingeschäfts nicht abschließend definiert werden kann. Daher haben sie für diesen Begriff Typusmerkmale gebildet, deren Vorliegen für die Annahme eines Termingeschäfts spricht.[6]

Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz befindet sich zur Zeit – wie bereits eingangs erwähnt – „im Fluss". Der Vorschlag der EU-Kommission zur Änderung der sog. Transparenzrichtlinie[7] und die auf Basis

---

4 *Zippelius*, § 12 I. ff.; *Larenz*, Methodenlehre, S. 443 ff.

5 *Kienle* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb., Band II, § 106 Rn. 11.

6 *Kienle* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb., Band II, § 106 Rn. 11.

7 2011/0307 (COD) Vorschlag für 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.

dieses Vorschlags verabschiedete Transparenz-Änderungsrichtlinie[8] zeichnen bereits die nächsten Neuregelungen vor. Dies wird natürlich auch Auswirkungen auf die deutsche Beteiligungstransparenz haben, was ebenfalls Gegenstand dieser Untersuchung sein wird.[9] Die nachfolgende Analyse der derzeit geltenden §§ 25, 25a WpHG wird durch die aufgrund der Transparenz-Änderungsrichtlinie anstehenden Reformen aber nicht weniger wichtig. Im Gegenteil ist es so, dass die gegenwärtige Rechtslage in der Entwicklung der Beteiligungstransparenz einen wichtigen Meilenstein markiert, der interessante Erkenntnisse für die Zukunft ermöglicht. Die §§ 25, 25a WpHG in ihrer aktuellen Fassung haben mit ihrem Inkrafttreten die Entwicklung der deutschen Beteiligungstransparenz bereits mit gestaltet und zukünftige Änderungen müssen zwangsläufig auf dieser Entwicklung aufbauen. Daher ist die Beantwortung der Frage, welche Art der Beteiligungstransparenz gegenwärtig herrscht, für die Beurteilung ihrer zukünftigen Entwicklung unerlässlich.

Bei der Untersuchung der deutschen und europäischen Beteiligungstransparenz richtet sich neben der Bildung von Leitsätzen das Augenmerk auch auf die Frage, ob die neuen Vorschriften das bisherige Transparenzregime möglicherweise nicht einfach nur ergänzen, sondern ein neues System der Beteiligungstransparenz geschaffen wurde. Zu diesem Zweck werden Thesen[10] über die neue Beteiligungstransparenz gebildet, die im Rahmen der einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen zu überprüfen sind (*dazu im* 3. Teil).

Der vierte Teil prüft die geplanten Änderungen auf europäischer Ebene und deren Auswirkungen auf das Verständnis der Beteiligungstransparenz. Auch hier werden zur Konkretisierung der Tatbestandsmerkmale generelle Leitsätze gebildet und die Thesen über die Beteiligungstransparenz überprüft (*dazu im* 4. Teil).

Zum Abschluss wird ein neues System der Transparenz vorgeschlagen, das auf der Grundlage der bisherigen Entwicklungen „am Ende des Weges" stehen könnte (*dazu im* 5. Teil).

II. Leitsätze als Typusmerkmale

1. Bedeutung und Verwendung von Typusmerkmalen

Mit dem Wort „Typus" oder „Typ" wird im allgemeinen Sprachgebrauch die Zugehörigkeit zu einer bestimmten Gruppe beschrieben, durch die eine Le-

---

8 Siehe oben Fn. 1.
9 Siehe unten 5. Teil, A. ff.
10 Siehe hierzu unten 2. Teil, B.

benserscheinung oder ein Sinnzusammenhang erfasst werden soll.[11] So versteht man unter einem „Durchschnittstypus“ eine typische Reaktion oder Auftreten eines Menschen in einer bestimmten Situation. Ebenso kann eine Erscheinung mehrere charakteristische Eigenschaften in sich vereinen, wie z. B. eine für eine bestimmte Gegend *typische* Landschaft.[12]

Weiterhin gibt es den sogenannten „Gestalttypus“. Ein bestimmter Gegenstand oder ein Individuum, bei dem die charakteristischen Eigenschaften sehr ausgeprägt sind, dienen dabei als „Leitbild“ für einen bestimmten Typus. Diese Eigenschaften werden zu einer Gesamtheit an Merkmalen zusammengeführt, wodurch sie einen bestimmten Typen bilden.[13] Ein anschauliches Beispiel ist der Typ des Politikers. Für einen Politiker ist es *typisch* ein guter Redner zu sein oder auf konkrete Fragen elegant ausweichend zu antworten, usw.

Diese Typenmerkmale sind nicht unbedingt – genau genommen in den wenigsten Fällen – verallgemeinerungsfähig und nicht für eine abstrakte Definition geeignet. Denn eine Abstrahierung erfolgt bei der Typenbeschreibung gerade nicht, sondern die einzelnen Eigenschaften werden in ihrer Verbindung belassen und zur näheren Beschreibung einer Erscheinung benutzt. Auf einer „Meßlatte der Konkretisierung“ befindet sich der Typus deshalb zwischen dem Konkreten und dem abstrakten Begriff. Er ist konkreter als der abstrakte Begriff, aber nicht so konkret wie die individuelle Erscheinung an sich.[14]

Schließlich kennt die Wissenschaft noch den normativen Idealtypus. Dabei handelt es sich weniger um die Beschreibung einer Lebenserscheinung als um eine Modellvorstellung oder ein Vorbild für die tatsächlichen Lebensverhältnisse.[15] Einzelne Eigenschaften von Individuen werden als erstrebenswert und positiv bewertet und in einem Idealtypus zusammengeführt.

In der Rechtswissenschaft wird die Typenlehre in verschiedenen Bereichen angewendet. Die „Verkehrssitte“ oder der „Handelsbrauch“, auf die in Rechtsnormen oder Verträgen verwiesen wird, sind Begriffe, die sich aus den *typischen* Verhaltenserscheinungen im alltäglichen oder geschäftlichen Rechtsverkehr zusammensetzten. Ein anderes Beispiel ist der bei der Prüfung eines Kausalverlaufs maßgebliche „typische Geschehensablauf“.[16] Manche Rechtsnormen beziehen sich auf „Verrichtungsgehilfen“ oder „Handelsvertreter“. Für einen Verrichtungsgehilfen ist entscheidend, dass er

---

11 *Larenz*, Methodenlehre, S. 443.
12 *Larenz*, Methodenlehre, S. 444.
13 *Larenz*, Methodenlehre, S. 445.
14 *Larenz*, Methodenlehre, S. 445.
15 *Larenz*, Methodenlehre, S. 446.
16 *Larenz*, Methodenlehre, S. 447.

weisungsgebunden ist. Die Weisungsgebundenheit ist ein *typisches* Merkmal der zu erfassenden Personengruppe, die in der Typenkennzeichnung „Verrichtungsgehilfe“ mit anderen Merkmalen zusammengeführt wird.[17] Ein weiteres Beispiel ist der Typenzwang und die Typenfixierung im Sachenrecht. Dingliche Rechte wirken gegenüber jedermann. Zur Gewährleistung von Rechtssicherheit müssen solche Rechte daher abschließend festgelegt werden. Dazu bedient sich der Gesetzgeber der Typenbildung und der Festlegung der absoluten dinglichen Rechte nach verschiedenen Typen.[18]

Mit Hilfe der Typenbeschreibung werden auch bestimmte Rechtsverhältnisse wie der Kaufvertrag, der Mietvertrag, der Pachtvertrag oder der Gesellschaftsvertrag sowie unbestimmte Rechtsbegriffe konkretisiert. Passt ein Rechtsverhältnis nicht unter einen der bestimmten Vertragstypen dann spricht man von einem „atypischen“ Vertrag.[19]

Die Typen der Rechtsverhältnisse sind für die vorliegende Untersuchung von besonderer Bedeutung. Sie werden gebildet, indem man ein Rechtsverhältnis in der Wirklichkeit vorfindet und seine typischen Eigenschaften erfasst. So hat der Gesetzgeber den Gesellschaftsvertrag nicht selber erfunden, sondern bereits vorgefunden und daraus den Vertragstyp „Gesellschaftsvertrag“ gebildet.[20] Dieses Beispiel verdeutlicht, was *Larenz* den „hermeneutischen Zirkel“[21] nennt: Der Typus wird aus den Bestimmungen und Eigenschaften des Gesellschaftsvertrags gebildet und dient dadurch wiederum der Konkretisierung des Begriffs „Gesellschaftsvertrag“. Die typusbeschreibenden Eigenschaften können im Einzelfall mehr oder weniger stark ausgeprägt sein oder völlig fehlen. Es kommt aber auf das Gesamtbild an.[22] Im Ergebnis verschafft die Typusbildung dadurch eine bessere Vorstellung von dem betreffenden Rechtsverhältnis.

Hat man bestimmte Typusmerkmale für ein Rechtsverhältnis oder einen unbestimmten Rechtsbegriff erstmal gebildet, kann man sie im Wege eines Typenvergleichs bei der Anwendung der gesetzlichen Vorschrift verwenden.[23] Durch die Typusmerkmale wird konkreter bestimmt, welche Kriterien bei der Anwendbarkeit einer Vorschrift maßgeblich sind.[24] Bei der Gesetzesanwendung ist regelmäßig das Problem, ob ein bestimmter Fall unter die Tatbestandsvoraussetzungen fällt oder nicht. Man kann diesen Fall dann mit Hilfe der gebildeten Typusmerkmale daraufhin untersuchen, ob er die

---

17 *Larenz*, Methodenlehre, S. 448.
18 *Viewig/Werner*, § 1 2.a).
19 *Larenz*, Methodenlehre, S. 449.
20 *Larenz*, Methodenlehre, S. 449.
21 *Larenz*, Methodenlehre, S. 452.
22 *Larenz*, Methodenlehre, S. 451.
23 *Zippelius*, § 12 I a).
24 *Zippelius*, § 12 I c).

typischen Merkmale der anerkanntermaßen erfassten Fälle ebenfalls aufweist und auf diese Weise eine Zuordnung dieses Falles vornehmen. Dabei handelt es sich nicht um eine Subsumtion, sondern um eine Präzisierung der Norm.[25] Ausgehend von den Begriffen der Tatbestandsvoraussetzungen kann man sich dadurch an die Bedeutung eben dieser Tatbestandsvoraussetzungen „herantasten"[26].

2. Konkretisierung der neuen Meldepflichten mit Hilfe von Typusmerkmalen

Die Grundsätze der Typenbildung können bei der Konkretisierung der neuen Meldepflichten herangezogen werden. Unter den Begriff der Finanzinstrumente, die einen Aktienerwerb im Sinne des § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG „ermöglichen", fallen von allen Seiten anerkannte Fälle aus der Praxis. Diese Fälle kann man auf ihre Eigenschaften, Unterschiede, wirtschaftliche Zwecke, „typische" Interessenlagen und Risiken der Parteien[27] untersuchen, woraus sich bestimmte Typusmerkmale für diese Rechtsverhältnisse und Tatbestandsvoraussetzungen bilden lassen. Diese Typusmerkmale sind nicht abschließend und eignen sich auch nicht für eine abstrakte Definition. Sie erleichtern aber die Vorstellung, was unter einem „Ermöglichen" des Aktienerwerbs zu verstehen ist, und konkretisieren dadurch dieses Tatbestandsmerkmal. Bei der Untersuchung von Zweifelsfällen und der Begrenzung der Anwendbarkeit der neuen Meldepflichten können die so ermittelten Typusmerkmal eine wichtige Hilfestellung geben.

In diesem Sinne sind die im Verlauf dieser Untersuchung zu bildenden Leitsätze zu verstehen. Sie beschreiben die Eigenschaften, Unterschiede, wirtschaftlichen Zwecke und Interessenlagen der anerkanntermaßen erfassten Fälle der neuen Meldepflichten. Stellt sich bei einem Rechtsverhältnis die Frage, ob es – um im Beispiel zu bleiben – einen Aktienerwerb im Sinne des § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG ermöglicht, können die Eigenschaften dieses Rechtsverhältnisses analysiert und mit den Leitsätzen für den Begriff des „Ermöglichens" verglichen werden. Dabei müssen nicht alle Leitsätze vorliegen, da es letztlich auf das Gesamtbild ankommt. Sie können auch in unterschiedlicher Gewichtung auftreten. Solche Leitsätze vermitteln aber einen Eindruck, warum und ab wann ein Rechtsverhältnis einen Aktienerwerb ermöglicht. Daraus können wiederum Rückschlüsse für zukünftige Rechtsverhältnisse gezogen werden. Auf diese Weise tastet man sich Stück für Stück an den Bedeutungsumfang der Tatbestandsvoraussetzung und den Anwendungsbereich der neuen Meldepflichten heran.

---

25 *Zippelius*, § 12 I a).
26 *Zippelius*, § 12 I a).
27 Aufzählung aus *Larenz*, Methodenlehre, S. 453.

1. Teil: Die Entwicklung der Beteiligungstransparenz bis zur Einführung der §§ 25, 25a WpHG n. F.

A. Die Beteiligungstransparenz als Teil des europäischen Kapitalmarktrechts

Die Beteiligungstransparenz ist eine Idee des europäischen Rechts. Das Ziel eines europäischen Kapitalmarktes in der Form eines integrierten, transparenten und grenzübergreifend funktionierenden europäischen Kapitalmarktes wurde bereits 1966 entwickelt. Damals gab die EWG-Kommission den Segré-Bericht in Auftrag, benannt nach dem federführenden unabhängigen Sachverständigen Claudio Segré. Es sollten grundsätzlich sämtliche Fragen identifiziert und untersucht werden, die für den Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes relevant waren.[1] Im Ergebnis wies der Bericht auf verschiedene strukturelle Probleme der nationalen Kapitalmärkte hin und empfahl insbesondere die Harmonisierung der Zugangsbedingungen zu den Kapitalmärkten und die Integration der Wertpapiermärkte, d. h. die Einführung und den Handel von Wertpapieren an den nationalen Börsen.[2] Eine Kernaussage des Berichts war, dass die Information der Anleger einen zentralen Problempunkt zur Schaffung eines europäischen Kapitalmarktes darstellen werde.[3] Im Segré-Bericht wurde erstmals der Vorschlag eines Emissionsprospekts gemacht als Teil des Publizitätsgedanken.

Damit war der „Startschuss" für die Entwicklung eines europäischen Kapitalmarktes gefallen und für den damit zusammenhängenden Publizitätsgedanken. Die EU-Kommission ergriff anschließend die Initiative zur Regelung, da zu den Zielen des EG-Vertrags auch die Verwirklichung eines gemeinsamen Binnenmarktes gehört.[4] In den Jahren nach dem Segré-Bericht wurden zunächst mit mehreren Richtlinien das Börsen- und Prospektrecht harmonisiert.[5] Weitere Meilensteine auf dem Weg zum europäischen Kapitalmarkt waren die Verabschiedung eines Financial Service Action Plan (FSAP) durch die EU-Kommission im Jahr 1999, worin sowohl verschiedene Ziele als auch die erforderlichen Maßnahmen – insbesondere Richtlinien – beschrieben wurden. Es folgte der Lamfalussy-Bericht im Jahr 2000, der zur Verwirkli-

---

1 *Veil*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 3 f.
2 *Veil*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 3 und 6.
3 Segré-Bericht, S. 251; *Veil*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 4.
4 *Veil*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 1.
5 *Veil*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 6 f.

chung der Maßnahmen aus dem FSAP ein vierstufiges Verfahren zur vereinfachten Rechtssetzung im Kapitalmarktbereich vorstellte, das sich später auch durchsetzen sollte: Auf der ersten Stufe entstanden generelle Rahmenrichtlinien oder Verordnungen entsprechend dem Gesetzgebungsverfahren des EG-Vertrags. Auf der zweiten Stufe erließ die Kommission Durchführungsbestimmungen zur Konkretisierung der Rahmenrichtlinien. Auf der dritten Stufe sollten von einem neuen Ausschuss – dem Committee of European Securities Regulator, dem Vorgängergremium der heutigen Europäischen Aufsichtsbehörde für Wertpapierhandel (ESMA) – zu den neuen Vorschriften Empfehlungen und Leitlinien veröffentlicht werden. Auf der vierten Stufe fand schließlich eine Prüfung der EU-Kommission über die Umsetzung in den Mitgliedstaaten statt.[6]

Diese Maßnahmen führten zur Entstehung eines regulierten europäischen Kapitalmarktes, der hauptsächlich auf der Marktmißbrauchs-Richtlinie[7], der Prospekt-Richtlinie[8], der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFiD)[9] und der Transparenz-Richtlinie[10], zu der auch die kapitalmarkrechtliche Beteiligungstransparenz gehört, beruht. Diese Richtlinien bildeten bislang das grundlegende Regelwerk des europäischen Kapitalmarktes. Aber die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts ist ein kontinuierlicher Prozess. Das aktuelle Ziel der EU-Kommission ist die Schaffung eines „Single Rule Book", in dem sämtliche Vorschriften zum europäischen Kapitalmarktrecht zusammengefasst werden sollen. Im Rahmen dieses Prozesses ist derzeit beispielsweise die Umwandlung der Marktmißbrauchs-Richtlinie in eine Marktmißbrauchs-Verordnung, die in den Mitgliedstaaten unmittelbar gelten würde, im Gang. Das Ziel des „Single Rule Book" wirkt sich auch auf die Transparenzrichtlinie und damit auf die Beteiligungstransparenz aus. Es ist zwar keine Umwandlung in eine Verordnung geplant; jedoch soll durch das Instrument der Vollharmonisierung (bislang galt der Grundsatz der Mindestharmonisierung) der Regelungsspielraum der Mitgliedstaaten verringert werden.[11]

Die Beteiligungstransparenz in ihrer heutigen Form entstammt – wie bereits erwähnt – zum Großteil der Transparenz-Richtlinie. Die §§ 21 ff. WpHG dienen der Umsetzung des Kapitel III „Laufende Informationen" der Transparenz-Richtlinie. Damit ist klar, dass die Entwicklung der Beteiligungs-

---

6 Vgl. zu dem vorstehenden Absatz die Darstellung bei *Veil*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1 und § 2 Rn. 22 f.
7 Richtlinie 2003/6/EG.
8 Richtlinie 2003/71/EG.
9 Richtlinie 2004/39/EG.
10 Richtlinie 2004/109/EG.
11 Siehe hierzu auch unten 4. Teil, A.IV.

transparenz in besonderem Maß durch die europäische Rechtssetzung beeinflusst wird. Das europäische Kapitalmarktrecht – im untechnischen Sinne als die Summe der maßgeblichen Regelungen auf den Kapitalmärkten der EU – entsteht aber nicht nur durch die EU-Gesetzgebungsorgane, sondern auch durch nationale Vorschriften in den einzelnen Mitgliedstaaten. Sie haben ebenfalls die Möglichkeit eigene Regelungen zu erlassen, wie es der deutsche Gesetzgeber mit der Einführung der §§ 25, 25a WpHG auch getan hat. Denn die Transparenzrichtlinie sah bisher – wie schon erwähnt – für die Beteiligungstransparenz lediglich eine Mindestharmonisierung der Regelungen vor, so dass die Mitgliedstaaten über dieses Mindestmaß hinausgehen konnten. Für die Untersuchung der gegenwärtigen Entwicklung der Beteiligungstransparenz bedarf es daher einer Analyse sowohl der nationalen als auch der europäischen Änderungen.

B. Die Transparenz von Stimmrechten und gesicherten Erwerbspositionen auf Stimmrechte

Die Entwicklung der Beteiligungstransparenz bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt lässt sich nur nachvollziehen, indem man zwei Fragen voranstellt: *(1)* warum es überhaupt ein Bedürfnis für eine kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz gibt; und *(2)* wie das Transparenzregime bis zur Reform durch das AnsFuG ausgestaltet war. Möglicherweise lassen sich dabei bereits Indizien für die gegenwärtige Entwicklung finden.

I. Begriff, Rechtfertigung und grundlegende Ziele der Beteiligungstransparenz

1. Begriff

Unter der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz versteht man die Offenlegung der Beherrschungsverhältnisse an einem Emittenten.[12] Den Kapitalmarktteilnehmern wird ein Überblick über die Aktionärstruktur ermöglicht, sofern die Aktionäre über nennenswerte Beteiligungen verfügen.[13] Transparente Verhältnisse führen zu einem einheitlichen Informationslevel aller Marktteilnehmer und erzeugen dadurch Chancengleichheit und Ver-

---

12 *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.374.

13 *Bayer*, in: MüKo-AktG, §§ 22 Anh § 21 WpHG Rn. 1 ff.; *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3; *Koppensteiner*, in: KK-AktG, Anh § 22 §§ 21 ff. WphG Rn. 7; *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.374.

trauen in den Kapitalmarkt.[14] Das stärkt letztlich die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.[15]

2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und Anlegerschutz

Der Offenlegungszwang, der dem einzelnen Marktteilnehmer auferlegt wird, bedeutet allerdings einen Eingriff in das Recht auf informationelle Selbstbestimmung. Er rechtfertigt sich durch das Gesamtwohl eines funktionierenden Kapitalmarktes.[16] Speziell für Aktien – dem häufigsten Gegenstand der Offenlegung – ist darüber hinaus mittlerweile anerkannt, dass es kein allgemeines Recht auf Anonymität gibt. Zum Zeitpunkt der Einführung der ersten Offenlegungspflichten im Aktiengesetz 1965 war dies noch umstritten, ist aber mittlerweile einstimmige Meinung.[17] Neben dem Gesamtwohl eines funktionierenden Kapitalmarkts führen andere Stimmen an, dass sich der Eingriff in das informationelle Selbstbestimmungsrecht auch unter dem Gesichtspunkt der Güterabwägung rechtfertige.[18]

Obwohl das deutsche Aktiengesetz die Offenlegung von großen Beherrschungsverhältnissen bereits frühzeitig einführte, ist die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz – wie bereits erwähnt – eigentlich auf europäischer Ebene entwickelt worden.[19] Zur Verbesserung des Ausgleichs von Kapitalangebot und -nachfrage sollten die Anleger angemessen über bedeutende Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften unterrichtet werden.[20] Bei der Umsetzung der ersten Transparenzrichtlinie wurde erneut das Recht der Aktionäre auf Anonymität thematisiert. Es gab diesmal allerdings breite Zustimmung, dass die Beherrschungsverhältnisse durch Aktionäre und die Veränderung bedeutender Beteiligungen wichtige Kriterien für die Anlageentscheidung von Marktteilnehmern sind und einen erheblichen Einfluss auf die Kursentwicklung haben können.[21]

Die maßgeblichen Rechtfertigungsgründe für die Beteiligungstransparenz lassen sich also mit den Begriffen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

---

14 Begr. BReg. zu 2. FGG, BT.-Drs. 12/6679, S. 52; *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.378; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 19.

15 Begr. BReg. zu 2. FGG, BT.-Drs. 12/6679, S. 52; *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.378; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 19.

16 *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 2.

17 *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3 und 11; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 2.

18 *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3; *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, vor § 21 Rn. 3.

19 Transparenzrichtlinie I, 88/627/EWG vom 12. Dezember 1988.

20 *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, WpHG, Vor 21 bis 30 Rn. 5.

21 *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, WpHG, Vor 21 bis 30 Rn. 7.

und Anlegerschutz zusammenfassen.[22] Dies gilt im Übrigen auch für die europäische Beteiligungstransparenz.[23]

Unter einem funktionsfähigen Kapitalmarkt versteht man, dass der Markt in allokativer Hinsicht, in operationaler Hinsicht und in institutioneller Hinsicht funktioniert.

a) Allokative Funktionsfähigkeit

Die allokative Funktionsfähigkeit ist die wichtigste Funktion. Sie beschreibt die optimale Verteilung des Kapitals am Markt. Es muss sichergestellt werden, dass das investierte Kapital dort hinfließt, wo es einerseits von der Volkswirtschaft am dringendsten gebraucht wird und andererseits die höchstmögliche Rendite erzielt.[24] Das kann nur durch transparente Märkte und eine umfassende Information der Anleger erreicht werden.[25] Nur wenn die Anleger darauf vertrauen, umfassend informiert und über die maßgeblichen Verhältnisse an einem Emittenten im Bilde zu sein, werden sie ihr Kapital investieren.[26] Die wichtigste Rechtfertigung der Beteiligungstransparenz liegt somit in der Gewährleistung einer funktionierenden Verteilung des Kapitals am Markt.

b) Operationale Funktionsfähigkeit

Die operationale Funktionsfähigkeit beschreibt die Minimierung der Transaktionskosten für die Emittenten und die Anleger, weil durch sinkende Kosten die Rendite steigt.[27] Durch eine umfassende und kontinuierliche Information kraft Gesetzes sparen sich die Anleger die Kosten für eine private Informationsbeschaffung.[28]

c) Institutionelle Funktionsfähigkeit

Unter der institutionellen Funktionsfähigkeit versteht man die Herstellung eines freien Marktzugangs für die Anleger, das Anbieten von verkehrsfähigen Standardprodukten und die Sicherung der Liquidität des Marktes.[29] Es geht

---

22 Vgl. auch *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, Einl Rn. 13.
23 *Veil*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 73 f.
24 *Lenenbach*, § 1, 1.72.
25 *Lenenbach*, § 1, 1.73; *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, Einl Rn. 16.
26 *Lenenbach*, § 1, 1.73.
27 *Lenenbach*, § 1, 1.75; *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, Einl Rn. 16.
28 *Lenenbach*, § 1, 1.75.
29 *Lenenbach*, § 1, 1.76; *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, Einl Rn. 16.

darum, die grundlegenden Faktoren für eine „Marktveranstaltung" basierend auf Angebot und Nachfrage zu schaffen.[30] Zur Gewährleistung der institutionellen Funktionsfähigkeit bedarf es des Vertrauens der Anleger in die Stabilität und die Zuverlässigkeit der Märkte.[31] Anlegervertrauen wird durch transparente Märkte und umfassende Information erreicht. Auch hier leistet die Beteiligungstransparenz einen Beitrag zur institutionellen Funktionsfähigkeit.

3. Ziele der Beteiligungstransparenz

In Übereinstimmung mit dem Begriff und der Rechtfertigung der Beteiligungstransparenz liegen auch die Ziele der Transparenzvorschriften: Durch die Beteiligungstransparenz soll eine schnelle und gleichmäßige Information der Anleger über die bestehende Aktionärsstruktur und ihre Veränderung sichergestellt werden.[32] Es soll das Vertrauen in einen fairen und integren Kapitalmarkt hergestellt werden.[33] Der einheitliche Informationslevel soll hinsichtlich der Änderungen von Beteiligungen, aber auch hinsichtlich der Menge an frei handelbaren Aktien hergestellt werden, denn darin können häufig Anzeichen für eine neue Geschäftsstrategie oder für eine bevorstehende Übernahme liegen.[34] Dabei werden durch die Veröffentlichung nicht nur die Aktionäre, sondern auch die Gesellschaft selber und insbesondere deren Gläubiger über die Vorgänge informiert.[35] Die Änderungen von Beteiligungsverhältnissen und die Zahl der frei handelbaren Aktien sind daher wichtige Kriterien für die Entscheidungen der Anleger, die sich wiederum auf die Kursentwicklung auswirkt.[36] Daneben soll, im Unterschied zur Transparenzrichtlinie I[37], die den §§ 21 ff. WpHG zugrunde liegt, auch ein Schutz gegen Marktmissbrauch gewährleistet und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland gestärkt werden.[38] Diese Ziele dienen dem Erhalt eines funktionsfähigen Kapitalmarkts.[39]

---

30 *Brinckmann*, in: Europäisches Kapitalmarktrecht, § 12 Rn. 10.

31 *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, Einl Rn. 16.

32 Siehe oben Fn. 13; BVerwG NZI 2005, 510 (512 ff.); *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.378; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 20.

33 BVerwG NZI 2005, 510 (512 ff.); *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.378; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 20.

34 *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3; *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.379.

35 *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3; *Lenenbach*, § 13, Rn. 13.379.

36 Begr. BReg. zu 2. FGG, BT.-Drs. 12/6679, S. 52; *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 19.

37 Richtlinie 88/627/EWG vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen.

38 Begr. BReg. zu 2. FGG, BT.-Drs. 12/6679, S. 52; *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 21.

39 Begr. BReg. zu 2. FGG, BT.-Drs. 12/6679, S. 52; *Hirte*; in KK-WpHG, § 21 Rn. 3.