

PROF. DR. CHRISTOPH H. SEIBT, LL.M. (YALE)

PARTNER, FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, HAMBURG
HONORARPROFESSOR BUCERIUS LAW SCHOOL, HAMBURG

HAMBURG, DEN 26. NOVEMBER 2010

Deutscher Bundestag
Finanzausschuss
Der Vorsitzende
Herrn Dr. Volker Wissing
Platz der Republik 1
11011 Berlin

Per Email: finanzausschuss@bundestag.de

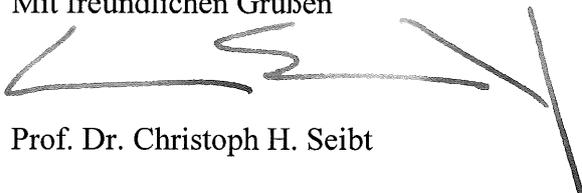
Stellungnahme in Thesen im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“ – zu Artikel 1 Nr. 1 bis 4 und Artikel 4 (Erweiterung der Beteiligungstransparenz)“

Sehr geehrter Herr Dr. Wissing,

für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“ bedanke ich mich. Meine Stellungnahme beschränkt sich auf Artikel 1 Nr. 1 bis 4 sowie Artikel 4 des Gesetzesentwurfs (Erweiterung der Beteiligungstransparenz). Die Zielsetzung dieses Teils des Gesetzesentwurfs, die bestehenden Defizite bei der Beteiligungstransparenz, zu schließen wird ebenso begrüßt wie die Verortung der Regelung und die Regelungssystematik. Allerdings rege ich einige Klarstellungen und Änderungen (mit Wortlautformulierungen) an, damit die gesetzgeberischen Ziele tatsächlich umfassend erreicht werden.

Mit der Anlage überreiche ich Ihnen die Stellungnahme in Thesen.

Mit freundlichen Grüßen



Prof. Dr. Christoph H. Seibt

Anlage

HAMBURG, DEN 26. NOVEMBER 2010

Stellungnahme in Thesen

im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“ – zu Artikel 1 Nr. 1 bis 4 und Artikel 4 (Erweiterung der Beteiligungstransparenz)

1. Rechtspolitisches Bedürfnis der Ausweitung der Beteiligungstransparenz

Das gesetzgeberische Ziel, die Beteiligungstransparenz auch auf Finanzinstrumente, sonstige Instrumente oder bestimmte Gestaltungen auszuweiten, die aktienbezogen sind und faktisch oder wirtschaftlich einen Stimmrechtseinfluss oder eine vergleichbare Einflussposition ermöglichen (i.S. eines „erleichtern“), ist aus folgenden Gründen zu unterstützen (vgl. *Seibt*, ZGR 2010, 795, 815 ff.):

- Die Nutzung von bislang nicht offenzulegenden Instrumenten und Gestaltungen zum Zwecke des Beteiligungsaufbaus haben zu einer Schwächung des Anlegervertrauens in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes geführt. Sie steht dem Ziel des Kapitalmarktrechts entgegen, eine möglichst starke Informationseffizienz des Kapitalmarktes zu erreichen, die den Anlegern eine möglichst wertgerechte Investition in Aktien bzw. Deinvestition aus Aktien erlaubt. Sie steht schließlich im Wertungswiderspruch zur allgemeinen Wertungsmaxime des Kapitalmarktrechts, nämlich des Verbots der Ausnutzung einer privilegierten Informationsbasis (Stichwort: Vermeidung der Zahlung von Übernahmeprämien). Dem aus alledem folgenden Vertrauensverlust sollte entgegengewirkt werden, um die Kapitalmarktsammelfunktion bestmöglich zu unterstützen.
- Die bisherige Zulässigkeit eines verdeckten Beteiligungsaufbaus hat den Markt externer Unternehmenskontrolle durch Übernahmen eher erschwert (Stichwort: Abschreckung konkurrierender Angebote) als gefördert (wobei diese Einschätzung bislang nur auf der Basis anekdotischer Empirie getroffen worden kann).
- Die bislang von der Beteiligungstransparenz nicht erfassten Instrumente und Gestaltungen, deren gemeinsamer Kernbestandteil die Trennung der Stimmrechte vom wirtschaftlichen Substrat der Aktie ist, haben ein be-

sonderes Risikopotential für Fehlentwicklungen bei der Willensbildung in der Gesellschaft (Stichwort: „Aus-dem-Spiel-nehmen“ von Stimmrechten durch Aktienderivate/*cash settled equity swaps*, d.h. Informationsasymmetrien in Bezug auf den *Free Float* und den Umfang von Aktienpaketen in der Hand bestimmter Investoren), für die Verfolgung von Partikularinteressen und im Zusammenhang mit Interessenkonflikten. Diese besondere Risikolage sollte den Kapitalmarktteilnehmern durch eine entsprechende Transparenzverpflichtung angezeigt werden.

2. Verortung der Regelung und Regelungssystematik

- 2.1 Die Verortung der erweiterten Beteiligungstransparenz im WpHG (sog. allgemeine kapitalmarktrechtliche Transparenz), und nicht nur im WpÜG (dort bei § 30 Abs. 1 WpÜG) als ein übernahmespezifisches Melderegime, ist überzeugend (vgl. *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846, 853). Denn das Regelungsbedürfnis (siehe Ziffer1) ist bei sämtlichen verdeckten Beteiligungserwerben gegeben.
- 2.2 Aus Transparenzgründen ist es auch zutreffend, mit § 25a WpHG-E einen eigenständigen Meldetatbestand zu schaffen und die Meldepflichten betreffend Finanzinstrumente i.e.S. (§ 25 WpHG) und diejenigen betreffend sonstige (Finanz-)Instrumente und Gestaltungen im Rahmen eines Drei-Säule-Melderegimes (neben der ersten Säule der Meldung gehaltener und zugerechneter Stimmrechte nach §§ 21, 22 WpHG) getrennt zu regeln. Denn die Art und der Umfang der jeweiligen Risikoexposition der Kapitalmarktteilnehmer ist unterschiedlich ausgeprägt (z.B. bei § 25a WpHG-E besteht gerade kein Anspruch des Meldepflichtigen i.S. des § 194 Abs. 1 BGB auf die Stimmrechte); zudem sind unterschiedliche Bereichsausnahmen bei den jeweiligen Meldesäulen sachgerecht.
- 2.3 Die Umsetzung der erweiterten Beteiligungstransparenz mittels eines offenen, generalklauselartigen Transparenztatbestandes und zwei die Generalklausel konkretisierenden Fallbeispiele passen sich in das bisherige regelbasierte Konzept des deutschen Kapitalmarktrechts (noch) ein und sind einer Systemänderung mit Einführung einer prinzipienbasierten Transparenzverpflichtung aus Gründen der Rechtssicherheit, verbesserten Verhaltenssteuerung und Sanktionierbarkeit durch das Ordnungswidrigkeitenrecht vorzuziehen. Der offene, generalklauselartige Grundtatbestand gewährleistet, dass auch zukünftig entwickelte (Finanz-)Instrumente und Gestaltungen, die aktienbezogen sind und faktisch oder wirtschaftlich einen Stimmrechtseinfluss oder eine vergleichbare Einflussposition ermöglichen, über die Meldepflicht den Kapitalmarktteilnehmern transparent gemacht werden müssen.
- 2.4 Die im Gesetzesentwurf enthaltene Anknüpfung an aktienbezogene (Finanz-)Instrumente und Gestaltungen, d.h. der Bezug auf bereits ausgegebene Aktien, lässt zwar bestimmte Transparenzlücken im Hinblick auf wirtschaftlichen Einfluss und potentielle Stimmrechte (z.B. Wandel- und Optionsanleihen werden dann nicht vom Melderegime des § 25a WpHG-E erfasst). Dies ist aber aus Gründen der geringeren Risikoexposition und der Rechtssicherheit hinzuneh-

men. Die Beschränkung auf „*bereits ausgegebene Aktien*“ entspricht zudem der gesetzlichen Systematik in § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG. Sie ist gerechtfertigt, da aufgrund von Wandel- und Optionsanleihen erwerbbar Stimmrechte vor der Wandlung gar nicht existieren (sofern die Anleihebedingungen nicht vorsehen, dass das Wandlungsrecht durch bereits ausgegebene Aktien bedient werden kann); für das Entstehen der Stimmrechte bedarf es noch eines wesentlichen gesellschaftsrechtlichen Zwischenaktes. Wäre § 25a WpHG-E auch auf nicht bereits ausgegebene Aktien anwendbar, müssten nicht existente Stimmrechte gemeldet werden, was zu einer Verwirrung des Kapitalmarktes und zu einem „Nenner-Problem“ im Rahmen der Stimmrechtsmeldung führen würde: Die Einbeziehung z.B. von Wandel- und Optionsanleihen würde nämlich die Gesamtanzahl berücksichtigungsfähiger Stimmrechte erhöhen, und es wäre nicht eindeutig bestimmbar, ob sich der vom Meldepflichtigen anzugebende Prozentsatz auf die Gesamtanzahl der bereits effektiv gegebenen Stimmrechte oder auf eine zukünftige Stimmrechtsgesamtzahl bezieht.

- 2.5 Der Gesetzgebungsvorschlag erreicht die erforderliche Offenheit der Transparenzpflicht (i) für empirisch festgestellte Verwerfungen bei der Kapitalmarktinformation (z.B. bei Feststellung einer Vielzahl aussageloser Beteiligungsmeldungen) oder (ii) als Reaktion auf neuartige Gestaltungen mittels der Verordnungsermächtigung (§ 25a Abs. 4 WpHG-E), durch die das Bundesministerium der Finanzen bzw. die Bundesanstalt ermächtigt wird, sogenannte White Lists meldefreier und Black Lists meldepflichtiger Instrumente und Gestaltungen zu erstellen. Das wird den Beteiligten des Kapitalmarktes weitere Rechtssicherheit geben, und dies sichert auch das Bestimmtheitsgebot im Ordnungswidrigkeitenrecht ab.

3. Umfang der erweiterten Beteiligungstransparenz und weiter bestehende Transparenzlücken

Zu § 25 WpHG-E (Artikel 1 Nr. 2 RegE)

- 3.1 Die Erweiterung der Meldepflicht nach § 25 WpHG-E um „sonstige Instrumente“ ist geeignet, das unterstützenswerte Ziel der Gesetzesregelung zu erreichen, nämlich solche Instrumente und Gestaltungen zu erfassen, die nicht (eindeutig) als Finanzinstrument i.S. des § 2 Abs. 2b WpHG qualifizieren, aber ein Recht auf den Erwerb von mit Stimmrechte verbundenen Aktien gewähren. Dies gilt beispielsweise (aber nicht ausschließlich) für Rückforderungsansprüche des Darlehensgebers aus Wertpapierdarlehen und Rückkaufvereinbarungen bei sog. Repurchase Agreements (Verkäufe von Wertpapieren mit gleichzeitiger Vereinbarung eines Termins für den Rückkauf), deren Berücksichtigung für ein zutreffendes Verständnis der Marktteilnehmer vom Stimmrechtseinfluss einzelner Investoren unverzichtbar ist und die in der Praxis durchaus für den verdeckten Beteiligungsaufbau und für *Empty Voting*-Strukturen genutzt wurden. In der Gesetzesbegründung ist allerdings klarzustellen, dass auch Wertpapierleihgeschäfte mit fester Rückübertragung und echte Pensionsgeschäfte nach § 340b Abs. 2 HGB unter § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E fallen, da die Verpflichtung des Verleihers bzw. Pen-

sionsgebers, die Aktien wieder zurückzunehmen, dem einseitig ausübbareren Recht gleichstehen.

Zur Erreichung des gesetzgeberischen Ziels ist auch die Streichung von § 25 Abs.1 S. 4 WpHG sachgerecht, der bislang einen stufenweisen verdeckten Beteiligungsaufbau ermöglichte.

Zu § 25a WpHG-E (Artikel 1 Nr. 3 RegE)

- 3.2 Das Kernmerkmal des generalklauselartigen Grundtatbestands in § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E („die es *ihrem Inhaber* aufgrund ihrer Ausgestaltung *ermöglichen*“) stellt im Grundsatz zutreffend auf die subjektive Tendenz des konkreten Instruments beim konkreten Inhaber bzw. der konkreten Ausgestaltung ab, und ist einer „objektiv-abstrakten“ Tatbestandsbildung („Instrumente (...), bei denen der Erwerb von (...) Aktien eines Emittenten (...) aufgrund ihrer Ausgestaltung *möglich ist*“) vorzuziehen. In der Gesetzesbegründung ist – wie sich aus einer zutreffenden Auslegung von § 25a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-E ergibt und zur Vermeidung missbräuchlicher Gestaltungen – klarzustellen, dass das Tatbestandsmerkmal „*aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen*“ nicht bereits deshalb ausscheidet, weil die Vertragsparteien eines Instruments vertraglich die Stimmrechtsausübung oder den Aktienerwerb ausschließen; es kommt ausschließlich auf eine faktische oder wirtschaftliche *Erleichterung* des Stimmrechtserwerbs oder einer vergleichbaren Einflussposition an. Eine entsprechende Gesetzesklarstellung ist dann verzichtbar.
- 3.3 Ausweislich der Gesetzesbegründung sollen von dem generalklauselartigen Grundtatbestand (§ 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E) auch Fälle erfasst werden, in denen es „Dritten“ aufgrund der Ausgestaltung des zugrundeliegenden Instruments ermöglicht wird, Stimmrechte zu erlangen. Eine solche sinnvolle Einbeziehung von Dritten (Beispielsfälle: Halten eines Instruments durch eine Investmentbank mit Begünstigung eines Dritten; Zurechnung bei der Muttergesellschaft im Fall des Erwerbs von Instrumenten durch ein Tochterunternehmen) findet allerdings in der jetzigen Formulierung des § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E keinen Niederschlag; sie kann insbesondere nicht in jedem Fall unter die Tatbestandsalternative des „*mittelbaren Haltens von Instrumenten*“ subsumiert werden (vgl. *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681, 684).

Es wird vorgeschlagen, § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E wie folgt zu ändern (Änderung in *Kursivschrift*):

„Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente hält, welche nicht bereits von § 25 erfasst sind und die es ihrem Inhaber *oder einem Dritten* aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, zu erwerben, hat dies (...) mitzuteilen.“

- 3.4 Es sollte gesetzlich im Wege einer Bereichsausnahme klargestellt werden, dass in Gesellschaftsverträgen oder Gesellschaftervereinbarungen mit Rücksicht auf das Gesellschafterverhältnis (und nicht (nur) im Blick auf eine (kurz-

fristige) Aktienübertragung) geregelte und langfristig ausgerichtete Vorkaufs-, Vorerwerbs- und Mitveräußerungsrechte (*Tag-Along Rights*), Andienungs- und Mitveräußerungspflichten (*Drag-Along Rights*) weder dem Grundtatbestand des § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E noch dem Fallbeispiel des § 25a Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpHG-E unterfallen (vgl. *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681, 686). Eine solche gesetzliche Bereichsausnahme ist teleologisch gerechtfertigt, da solche langfristig angelegten Abreden typischerweise in Gesellschaftsverträgen und Gesellschaftervereinbarungen mit Rücksicht auf das Verhältnis der Gesellschafter untereinander und die gegenseitige Abhängigkeit ihres Verbleibens in der Gesellschaft getroffen werden. Außerdem besitzen solche Abreden wegen der regelmäßig langen Laufzeit und hohen Ungewissheit eines hierauf beruhenden Stimmrechtserwerbs sowie der regelmäßig komplexen Verzahnung mit sonstigen gesellschaftsrechtlichen Regelungen keinen hinreichend hohen Informationsgehalt für den Kapitalmarkt; sie sind bei Normalgestaltung auch von vornherein ungeeignete Instrumente eines verdeckten Beteiligungsaufbaus. Zudem stellte eine solche Rechte umfassende Transparenzverpflichtung wegen des regelmäßig hohen Vertraulichkeitsinteresses der Gesellschafter einen unverhältnismäßigen Eingriff in die Rechtsposition der Gesellschafter dar.

Es wird vorgeschlagen, § 25a Abs. 1 Satz 4 WpHG-E wie folgt zu ändern (Änderung in *Kursivschrift*):

„Ein Ermöglichen im Sinne des Satzes 1 ist nicht gegeben, wenn

1. *Aktionären in Gesellschaftsverträgen oder Gesellschaftervereinbarungen mit Rücksicht auf das Gesellschafterverhältnis geregelte und langfristig ausgerichtete Vorkaufs-, Vorerwerbs- oder Mitveräußerungsrechte zustehen oder Aktionäre dort mit Rücksicht auf das Gesellschafterverhältnis geregelten und langfristig ausgerichteten Andienungs- oder Mitveräußerungspflichten unterliegen, oder*
 2. an die Aktionäre einer Zielgesellschaft im Sinne des § 2 Absatz 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes im Rahmen eines Angebots nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Angebote zum Erwerb von Aktien unterbreitet werden.“
- 3.5 Eine gesetzliche Bereichsausnahme für Aktienbaskets und/oder Aktienindizes ist hingegen nicht gerechtfertigt, da deren Nutzung für einen verdeckten Beteiligungsaufbau nicht vor vornherein ausgeschlossen ist; insbesondere (z.T. speziell erstellte) Aktienbaskets sind bereits in der Praxis zum verdeckten Beteiligungsaufbau genutzt worden. Es wäre allerdings hilfreich und für die Kapitalanlagepraxis unentbehrlich, wenn in der Rechtsverordnung (vgl. § 25a Abs. 4 WpHG-E) eine Konkretisierung der meldepflichtigen bzw. –freien Aktienbaskets und Aktienindizes z.B. durch Regelung von Mindestgewichten einzelner Emittenten erfolgen würde.

4. Meldeschwelle

Die im Gesetzesentwurf (§ 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E) vorgesehene Erst-Meldeschwelle von 5% ist – vorbehaltlich zukünftiger empirischer Erkenntnisse über den Einsatz und die Wirkungsweise von Aktienderivaten und ähnlichen Gestaltungen – zutreffend in gleicher Weise wie bei § 25 WpHG bestimmt.

5. Berechnung und Zusammenrechnung

- 5.1 Ausweislich der Gesetzesbegründung bestimmt sich nach § 25a Abs. 2 Satz 1 WpHG-E die Berechnungsgrundlage für die jeweils mitzuteilende Anzahl von Stimmrechten in erster Linie nach der konkreten Anzahl von Aktien, auf die sich das jeweilige Instrument nach seiner vertraglichen Ausgestaltung bezieht. Diese strenge Ausrichtung auf die im Instrument ausdrücklich in Bezug genommene Anzahl von Aktien („Eins-zu-Eins-Lösung“) überzeugt und ist insbesondere gewichteten Bewertungsmethoden, wie z.B. der Delta-Wert-Methode vorzuziehen. Denn Delta-Werte sind im höchsten Maße volatil, und es fehlen bislang einheitliche Berechnungsstandards; es sollte daher vereinfachend auf das Aktienäquivalent abgestellt werden (vgl. *Seibt*, ZGR 2010, 795, 833). Unter die Berechnungsvorschrift des § 25a Abs. 2 Satz 1 WpHG-E sollten daher alle von Absatz 1 erfassten Instrumente und Gestaltungen fallen, die auf eine konkrete Aktienanzahl Bezug nehmen. Zur Vermeidung von Auslegungsschwierigkeiten sollte § 25a Abs. 2 Satz 1 WpHG-E die Gesetzesformulierung von Absatz 1 wortgleich aufnehmen; es ist daher das Tatbestandsmerkmal „ermöglichen (...) zu erwerben“ anstelle des bisherigen Begriffes „erwerben kann“ (da diese Formulierung möglicherweise und entgegen der gesetzgeberischen Intention *cash settled equity swaps* und ähnliche Instrumente nicht erfasst) zu verwenden.

Es wird daher vorgeschlagen, § 25a Abs. 2 Satz 1 WpHG-E wie folgt zu ändern (Änderung in *Kursivschrift*):

„Die Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils nach Absatz 1 ergibt sich aus der Anzahl von Aktien im Sinne des Absatzes 1 Satz 1, *deren Erwerb dem Inhaber aufgrund des Finanzinstruments oder sonstigen Instruments ermöglicht wird.*“

In Fällen, in denen das Instrument keine konkrete Aktienanzahl enthält, soll nach § 25a Abs. 2 Satz 2 WpHG-E auf den sog. Delta-Wert der Derivatposition abgestellt werden. Die Bezugnahme auf einen Delta-Wert ist nicht überzeugend (siehe oben). Damit im Ergebnis das Aktienäquivalent der Derivatposition herangezogen werden kann, ist der Delta-Wert in jedem Fall mit 1 anzusetzen. Hinzu kommt, dass es ausweislich der Gesetzesbegründung für die Bestimmung des Delta-Werts allein auf den Zeitpunkt des Erwerbs oder des sonstigen Entstehens des jeweiligen Instruments durch den bzw. bei Meldepflichten ankommen soll und eine spätere Anpassung aufgrund etwaiger Veränderung der tatsächlichen Hedge-Position nicht vorzunehmen ist. Diese offenbar zur Vermeidung einer Vielzahl von Beteiligungsmeldungen eingeführte Annahme eröffnet erhebliche Gestaltungsspielräume für weiter mög-

che verdeckte Beteiligungserwerbe mit Instrumenten, die zum Zeitpunkt des Erwerbs bzw. sonstigen Entstehens einen geringen Delta-Wert haben, der sich aber im Zeitverlauf aufgrund bestimmter variabler Parameter erhöht (wobei die Erhöhung des Delta-Werts eben für Zwecke der Meldepflicht unberücksichtigt bleibt). Auch dieses spricht für den Verzicht auf den Ansatz von Delta-Werten. Zur Definition des Delta-Wertes (oder genauer des Deltafaktors) kann auf § 308 Abs. 4 Solvabilitätsverordnung Bezug genommen werden.

Es wird daher vorgeschlagen, § 25a Abs. 2 Satz 2 WpHG-E wie folgt zu ändern (Änderung in *Kursivschrift*):

„Enthält das Finanzinstrument oder sonstige Instrument keine diesbezüglichen Angaben, so ergibt sich der mitzuteilende Stimmrechtsanteil aus der erforderlichen Anzahl entsprechender Aktien, die die Gegenseite zum Zeitpunkt des Erwerbs der Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente zu deren vollständiger Absicherung halten müsste; *bei der Berechnung der erforderlichen Anzahl entsprechender Aktien ist ein Deltafaktor im Sinne von § 308 Abs. 4 Solvabilitätsverordnung mit dem Wert eins anzusetzen.*“

- 5.2 Die im Gesetzesentwurf enthaltene Regelungen einer Zusammenrechnung (i) von Instrumenten auf Aktien des gleichen Emittenten (§ 25a Abs. 2 Satz 3 WpHG-E) und (ii) von Stimmrechten nach § 21, Finanzinstrumenten nach § 25 sowie sonstigen Instrumenten nach § 25a (§ 25a Abs. 1 Satz 7 WpHG-E), kombiniert mit einer individualisierten Angabe der jeweiligen Meldeposition (Neuregelung von § 2 NR. 5 WpAIV; Artikel 4 RegE ist unterstützenswert. Diese Vorschriften der Aggregation sind zwingend erforderlich, um zutreffend und ohne Transparenzlücken die aktuelle und potentielle Stimmrechtsmacht von Meldepflichtigen abzubilden. Die Praxis anderer Jurisdiktionen zeigt, dass der zu erwartende Meldungsanstieg nicht zu Verwirrungen der Kapitalmärkte führt; dies sollte wegen der hohen Mindestmeldeschwelle von 5 % und der Bereichsausnahmen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen bzw. Kreditinstituten (§ 25a Abs 3 WpHG-E; keine Erweiterung sachgerecht) und Handelsbeständen der Banken und *Market Makern* (§ 23 WpHG) gerade auch nach dem durch dieses Gesetz vorgesehenen Neuregelungen gelten.

Ein in der Literatur befürchteter Missbrauch der gesetzlich normierten Stimmrechtsmitteilungen z.B. mittels einer „Schaukelstrategie“ (Meldung des Abbaus scheinbar hoher Stimmrechtspakete und nachfolgender Kauf von physischen Aktien zu einem durch die Mitteilung negativ beeinflussten Preis; hierzu *Wackerbarth*, ZIP 2010 1527, 1529) wird im Regelfall dem strafrechtlich sanktionierten Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) unterfallen.

- 5.3 Der Gesetzesvorschlag sieht eine horizontale Zurechnung von Instrumenten nach Art des § 22 Abs. 2 WpHG (Acting in Concert) nicht vor. Dies führt zwar zu gewissen Schutzlücken, die aber wegen der gesetzgeberischen Wertungsentscheidung in § 22 Abs. 2 WpHG, derzufolge eine Zurechnung beim bloß abgestimmten Aktienerwerb nicht von § 22 Abs. 2 WpHG erfasst wird, hinzunehmen sind (vgl. *Wackerbarth*, ZIP 2010, 1527, 1529 und 1531).

6. Sanktionen bei Verletzung der erweiterten Beteiligungstransparenz

- 6.1 Der Gesetzesentwurf sieht eine Änderung von § 39 Abs. 4 WpHG vor (Art. 1 Nr. 11 lit. c), derzufolge Verletzungen der erweiterten Beteiligungstransparenz nach § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E mit einer Geldbuße bis zu EUR 500.000,00 geahndet werden kann. Diese maximale Bußgeldhöhe kann in Einzelfällen und angesichts der Schwere der Rechtsverletzung und der wirtschaftlichen Folgen (z.B. im Zusammenhang mit der verdeckten Vorbereitung von Übernahmeangeboten i.S.v. § 29 Abs. 1 WpÜG) keine ausreichend strenge Sanktionierung darstellen und wird als eine solche auch nicht in Kapitalmarktkreisen angesehen. Eine weitere Anhebung der Maximalhöhe (z.B. EUR 1 Mio.) ist angeraten und sollte im Rahmen einer Gesamtanpassung der Bußgeldrahmen erfolgen. Der im Ordnungswidrigkeitenrecht geltende Bestimmtheitsgrundsatz stünde einer weiteren Anhebung ebenso wenig wie das Übermaßverbot entgegen.
- 6.2 Eine wirksame Sanktionierung der erweiterten Beteiligungstransparenz muss zum einen die Anordnung eines Stimmrechtsverlusts und bei öffentlichen Kaufangeboten die Möglichkeit der Untersagungsanordnung des Angebots durch die BaFin als Maßnahme der Missstandsaufsicht nach sich ziehen:
- 6.2.1 Zur Effektuierung der erweiterten Beteiligungstransparenz ist bei Verletzung der Meldepflichten nach § 25 WpHG und § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E ein Stimmrechtsverlust nach § 28 WpHG anzuordnen, der in zwei Richtungen wirkt. Zum einen greift der Stimmrechtsverlust, sobald der Meldepflichtige an sich Stimmrechte ausüben könnte oder auf ihre Ausübung tatsächlich Einfluss nehmen kann; für den Fall des tatsächlichen Erwerbs der Aktien durch den Meldepflichtigen erstreckt sich der Stimmrechtsverlust sogar auf einen Zeitraum von zwölf Monaten nach dem Erwerb meldewidrig erlangter Aktien. Der Zwölf-Monats-Zeitraum ist dabei so konzipiert, dass das Stimmrecht zumindest für eine Hauptversammlung ruht (vgl. Stellungnahme des Bundesverbands der Deutschen Industrie e.V. zum Diskussionsentwurf vom 27. Mai 2010). Die Sanktionierung trifft darüber hinaus auch die Gegenseite des Meldepflichtigen, namentlich die unter Verstoß gegen die Meldepflichten nach § 25 WpHG und § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E für den Meldepflichtigen gehaltenen Aktien. Im Ergebnis entspricht dies der von vielen Banken ohnehin verfolgten „No Voting Policy“, gleichwohl wird dadurch etwaig entstehenden Sanktionslücken effektiv vorgebeugt.

Es wird daher vorgeschlagen, § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG wie folgt zu ändern (Änderung in Kursivschrift):

„Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen oder in Fällen des § 25 oder § 25a Abs. 1 Satz 1 der Gegenseite des Mitteilungspflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 oder 2 zugerechnet werden, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 oder 1a, § 25 oder § 25a Abs. 1 Satz 1 nicht erfüllt werden. Im Fall der Verletzung der Mitteilungspflicht nach § 25 oder § 25a Abs. 1 Satz 1 bestehen diese

Rechte ferner nicht für die Dauer von zwölf Monaten beginnend mit dem Erwerb der betroffenen Aktien durch den Meldepflichtigen.“

6.2.2 Die Bundesanstalt geht derzeit offenbar in ihrer Praxis davon aus, dass § 4 Abs. 1 Satz 3 i.V.m. Satz 2 WpHG (Anordnungsbefugnis zur Missstandseseitigung) keine ausreichende Rechtsgrundlage bietet, um z.B. im Vorfeld eines Übernahmeangebots einen Erwerb von Stimmrechten zu untersagen, selbst wenn dieser durch das unmittelbare oder mittelbare Halten von Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten ermöglicht wird, die unter erheblicher Verletzung der Mitteilungspflichten nach § 25 oder § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG gehalten werden (Beispiel: Aktienübertragung nach Kündigung eines *cash settled equity swap*-Geschäfts). Ebenso wenig taugt nach Ansicht der Bundesanstalt § 15 Abs. 2 WpÜG, um ein Angebot eines Bieters zu untersagen der unter erheblicher Verletzung von Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a, § 25 oder § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG Stimmrechte aus Aktien, Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente hält oder während eines bestimmten Zeitraums vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots (§ 10 WpÜG) gehalten hat. Diese durch den verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatz motivierte Rechtsauffassung ist zwar nicht ohne Zweifel, aus Gründen der Rechtssicherheit sollten solche Befugnisse der Bundesanstalt aber zukünftig ausdrücklich auf diese Fallgestaltungen ausgedehnt werden, damit diese situationsangemessen auf und im Vorfeld von Übernahmeangeboten reagieren kann.

Ein neu einzufügender § 4 Abs. 1 Satz 4 WpHG soll im Vorfeld des Erwerbs von Stimmrechten Anordnungen erlauben, mit denen vorübergehend oder dauerhaft der Erwerb von Stimmrechten untersagt wird, wenn dieser durch das unmittelbare oder mittelbare Halten von Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten ermöglicht wird, die unter erheblicher Verletzung der Meldepflichten nach § 25 und § 25a WpHG gehalten werden. Die neu einzufügende Nr. 2 des § 15 Abs. 2 WpÜG soll es darüber hinaus ermöglichen, das Angebot eines Bieters zu untersagen, der unter erheblicher Verletzung von Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a, § 25 oder § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG Stimmrechte aus Aktien, Finanzinstrumenten oder sonstige Instrumente hält oder während eines Zeitraums von drei Monaten vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gehalten hat. Die Drei-Monats-Frist dient der effektiven Sanktionierungen des Verstoßes gegen die Mitteilungspflichten und stellt im Übrigen auf den für die Preisbildung im Übernahmeverfahren maßgeblichen Zeitraum ab (§ 31 WpÜG, § 5 WpÜG-AngebotsVO).

Aus Gründen der Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes sollte allerdings nicht jede Verletzung von Mitteilungspflichten eine Eingriffsbefugnis der Bundesanstalt eröffnen. Vielmehr sollte auf das aus dem öffentlichen Gefahrenabwehrrecht bekannte Erheblichkeitskriterium abgestellt werden. Bei der Konturierung des qualifizierten Maßstabs einer erheblichen Verletzung von Mitteilungspflichten kann sich zudem an § 28 Satz 4 WpHG orientiert werden (vgl. *Brandt*, BKR 2010, 270, 275). Der Bundesanstalt kommt Ermessen zu, das sie (nur) im öffentlichen Interesse (§ 4 Abs. 2 WpÜG) und unter Berücksichtigung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit auszuüben hat.

Es wird daher vorgeschlagen, bei § 4 Abs. 1 WpHG einen neuen Satz 4 anzufügen:

„Dies schließt Anordnungen ein, mit denen vorübergehend oder dauerhaft der Erwerb von Stimmrechten untersagt wird, wenn dieser Erwerb durch das unmittelbare oder mittelbare Halten von Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten ermöglicht wird, die unter erheblicher Verletzung der Mitteilungspflichten nach § 25 und § 25a Abs. 1 Satz 1 gehalten werden.“

Darüber hinaus wird vorgeschlagen, § 15 Abs. 2 WpÜG wie folgt zu ändern (Änderung in *Kursivschrift*):

„Die Bundesanstalt kann das Angebot untersagen, wenn

1. der Bieter die Veröffentlichung nicht in der in § 14 Abs. 3 Satz 1 vorgeschriebenen Form vornimmt oder
2. *der Bieter unter erheblicher Verletzung von Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a, § 25 oder § 25a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes Stimmrechte aus Aktien, Finanzinstrumente oder Instrumente hält oder sonstiger während eines Zeitraums von drei Monaten vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gehalten hat.*“

* * * * *

Synoptische Darstellung

§ 25a WpHG-RegE	§ 25a WpHG-E (Seibt)
(1) Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente hält, welche nicht bereits von § 25 erfasst sind und die es ihrem Inhaber aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, zu erwerben, hat dies bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der in § 21 Abs. 1 Satz 1 genannten Schwellen mit Ausnahme der Schwelle von 3 Prozent entsprechend § 21 Abs. 1 Satz 1 unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt mitzuteilen.	Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente hält, welche nicht bereits von § 25 erfasst sind und die es ihrem Inhaber <i>oder einem Dritten</i> aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, zu erwerben, hat dies bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der in § 21 Abs. 1 Satz 1 genannten Schwellen mit Ausnahme der Schwelle von 3 Prozent entsprechend § 21 Abs. 1 Satz 1 unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt mitzuteilen.
Ein Ermöglichen im Sinne des Satzes 1 ist insbesondere dann gegeben, wenn	
1. die Gegenseite des Inhabers ihre Risiken aus	

§ 25a WpHG-RegE	§ 25a WpHG-E (Seibt)
<p>diesen Instrumenten durch das Halten von Aktien im Sinne des Satzes 1 ausschließen oder vermindern könnte, oder</p> <p>2. die Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente ein Recht zum Erwerb von Aktien im Sinne des Satzes 1 einräumen oder eine Erwerbspflicht in Bezug auf solche Aktien begründen</p>	
<p>Bei Optionsgeschäften oder diesen vergleichbaren Geschäften ist deren Ausübung zu unterstellen.</p>	
<p>Ein Ermöglichen im Sinne des Satzes 1 ist nicht gegeben, wenn an die Aktionäre einer Zielgesellschaft im Sinne des § 2 Absatz 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes im Rahmen eines Angebots nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Angebote zum Erwerb von Aktien unterbreitet werden.</p>	<p>Ein Ermöglichen im Sinne des Satzes 1 ist nicht gegeben, wenn</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Aktionären in Gesellschaftsverträgen oder Gesellschaftervereinbarungen mit Rücksicht auf das Gesellschafterverhältnis geregelte und langfristig ausgerichtete Vorkaufs-, Vorerwerbs- oder Mitveräußerungsrechte zustehen oder Aktionäre dort mit Rücksicht auf das Gesellschafterverhältnis geregelten und langfristig ausgerichteten Andienungs- oder Mitveräußerungspflichten unterliegen, oder</i> 2. an die Aktionäre einer Zielgesellschaft im Sinne des § 2 Absatz 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes im Rahmen eines Angebots nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Angebote zum Erwerb von Aktien unterbreitet werden.
<p>Eine Mitteilungspflicht nach Satz 1 besteht nicht, soweit die Zahl der Stimmrechte aus Aktien, für die ein Angebot zum Erwerb auf Grund eines Angebotes nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz angenommen wurde, gemäß § 23 Abs. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes offenzulegen ist.</p>	
<p>§ 24 gilt entsprechend.</p>	
<p>Eine Zusammenrechnung mit den Beteiligungen nach den §§ 21, 22 und 25 findet statt.</p>	
<p>(2) Die Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils nach Absatz 1 ergibt sich aus der Anzahl von Aktien im Sinne des Absatzes 1 Satz 1, die der Inhaber aufgrund des Finanzinstrumentes oder sonstigen Instruments erwerben kann.</p>	<p>Die Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils nach Absatz 1 ergibt sich aus der Anzahl von Aktien im Sinne des Absatzes 1 Satz 1, <i>deren Erwerb dem Inhaber aufgrund des Finanzinstrumentes oder sonstigen Instruments ermöglicht wird.</i></p>
<p>Enthält das Finanzinstrument oder sonstige Instrument keine diesbezüglichen Angaben, so ergibt sich der mitzuteilende Stimmrechtsanteil aus der erforderlichen Anzahl entsprechender Aktien, die die Gegenseite zum Zeitpunkt des Erwerbs der Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente zu deren vollständiger Absicherung halten</p>	<p>Enthält das Finanzinstrument oder sonstige Instrument keine diesbezüglichen Angaben, so ergibt sich der mitzuteilende Stimmrechtsanteil aus der erforderlichen Anzahl entsprechender Aktien, die die Gegenseite zum Zeitpunkt des Erwerbs der Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente zu deren vollständiger Absicherung halten</p>

§ 25a WpHG-RegE	§ 25a WpHG-E (Seibt)
müsste.	müsste; <i>bei der Berechnung der erforderlichen Anzahl entsprechender Aktien ist ein Deltafaktor im Sinne von § 308 Abs. 4 Solvabilitätsverordnung mit dem Wert eins anzusetzen.</i>
Beziehen sich verschiedene der in Absatz 1 genannten Finanzinstrumente und sonstigen Instrumente auf Aktien des gleichen Emittenten, muss der Mitteilungspflichtige die Stimmrechte aus diesen Aktien zusammenrechnen.	
(3) Bei der Berechnung der Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils bleiben solche Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente unberücksichtigt, welche von einem Unternehmen mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, das Wertpapierdienstleistungen erbringt, gehalten werden, soweit diese im Rahmen der dauernden und wiederholten Emissionstätigkeit des Unternehmens gegenüber einer Vielzahl von Kunden entstanden sind.	
<p>(4) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. den Inhalt, die Art, die Sprache, den Umfang, die Form der Mitteilung und die Berechnung des Stimmrechtsanteils nach Absatz 2, 2. Ausnahmen von der Mitteilungspflicht in Bezug auf Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente nach Absatz 1, insbesondere hinsichtlich solcher Instrumente, die von Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen im Sinne des § 2 Absatz 3 Satz 1 erbringen, im Handelsbestand gehalten werden oder die diese Unternehmen zum Zweck der Durchführung von Geschäften für Kunden halten, oder die ausschließlich für den Zweck der Abrechnung und Abwicklung von Geschäften für höchstens drei Handelstage gehalten werden. <p>Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt übertragen.“</p>	

Darüber hinaus werden Änderungen bei § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG (Ziff. 6.2.1), bei § 4 Abs. 1 WpHG (Ziff. 6.2.2) und bei § 15 Abs. 2 WpÜG (Ziff. 6.2.2) vorgeschlagen.