

JONAS-BENJAMIN ULMRICH

Investorentransparenz

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

9

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

9



Jonas-Benjamin Ulmrich

Investorentransparenz

Die Mitteilungspflichten für Inhaber
wesentlicher Beteiligungen (§ 27a WpHG)
auf der Grundlage ihrer US-amerikanischen
und französischen Regelungsvorbilder

Mohr Siebeck

Jonas-Benjamin Ulmrich, geboren 1983; Studium der Rechtswissenschaften in Hamburg (Bucerius Law School) und Salamanca; Forschungsaufenthalte in Berkeley und Paris; 2012 Promotion; seit August 2011 Referendar am Kammergericht Berlin.

ISBN 978-3-16-152511-7 / eISBN 978-3-16-158809-9 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

“Investors value securities because of beliefs
about how firms will do tomorrow,
not because of how they did yesterday.”

Wielgos v. Commonwealth Edison Company,
892 F.2d 509, 514 (7th Cir. 1989)

Vorwort

Anleger interessieren sich weniger für die Vergangenheit und Gegenwart, sondern in erster Linie für die Zukunft eines Unternehmens. Denn von dieser hängt maßgeblich ab, mit welcher Rendite und Wertentwicklung sie in Bezug auf ihre Anteile rechnen können. Anleger haben demnach ein essentielles Bedürfnis nach Informationen, die Rückschlüsse auf die Perspektiven eines Unternehmens zulassen. Eine Kategorie solcher zukunftsbezogener Informationen bilden die Absichten größerer Aktionäre. Mithilfe ihrer Stimmrechte und auf vielfältige andere Weise beeinflussen sie die Struktur und Ausrichtung einer Gesellschaft und entscheiden so mit über ihre Zukunft. Vor diesem Hintergrund hat der deutsche Gesetzgeber im Jahr 2008 mit § 27a WpHG erstmals Regelungen geschaffen, welche die Unterrichtung des Marktes über bestimmte Ziele größerer Anleger gewährleisten sollen. Ziel der Arbeit ist es, Sinnhaftigkeit, Funktionsweise und Funktionsbedingungen dieser für das deutsche Kapitalmarktrecht weitgehend neuen Form an Transparenz zu vermessen.

Die Untersuchung wurde im Frühjahr 2012 von der Bucerus Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft – als Dissertation angenommen. Das Manuskript wurde im Februar 2012 fertiggestellt und berücksichtigt bereits die Erwägungen der Europäischen Kommission, für und wider die Einführung einer § 27a WpHG vergleichbaren Meldepflicht auf europäischer Ebene im Rahmen der anstehenden Reform der Transparenzrichtlinie. Für die Veröffentlichung konnten Rechtsprechung und Schrifttum noch weitgehend bis Dezember 2012 berücksichtigt werden.

Mein Dank gilt zuvörderst meinem verehrten Doktorvater Prof. Dr. *Rüdiger Veil*. Er hat die Arbeit in jeder Hinsicht optimal betreut und gefördert. Von ihm habe ich schon im Rahmen des Schwerpunktstudiums gelernt, wie sich Erkenntnisdrang, Freude, Ernsthaftigkeit und wissenschaftliches Arbeiten auf höchstem Niveau gegenseitig bedingen. Ohne seinen Einsatz wäre der Kontakt zu Prof. *Alain Couret* in Paris nicht entstanden und ohne sein Engagement wären auch die Gespräche mit der französischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde nicht möglich gewesen. Gleichermäßen danken möchte ich Prof. Dr. *Holger Fleischer*, geschäftsführender Direktor des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Pri-

vatrecht in Hamburg, für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und für die zahlreichen weiterführenden inhaltlichen Hinweise.

Mein besonderer Dank gilt weiter der Stiftung der Deutschen Wirtschaft gGmbH, die diese Arbeit durch ein großzügiges ideelles und finanzielles Stipendium gefördert hat. Insofern danke ich insbesondere *Girina Holland*, Referentin im Studienförderwerk Klaus Murmann, und Prof. Dr. *Rolf von Lüde* von der Universität Hamburg für die vielfache Unterstützung.

Die Abschnitte dieser Arbeit zum US-amerikanischen und französischen Recht sind im Rahmen von Forschungsaufenthalten an der University of California in Berkeley und der Université Paris 1 (Panthéon-Sorbonne) entstanden. Prof. Dr. *Richard M. Buxbaum* von der UC Berkeley danke ich herzlich für seine Hilfe bei der Organisation sowie für die lehrreichen Gespräche. Gleichmaßen danke ich Prof. *Alain Couret* von der Université Paris 1 und Partner bei CMS Bureau Francis Lefebvre, der mir an dem von ihm geleiteten Institut André Tunc exzellente Forschungsbedingungen gewährt hat. *Frédéric Pelèse* von der Autorité des marchés financiers danke ich für die fruchtbaren Hinweise zur französischen Aufsichtspraxis.

Die Arbeit wäre nicht entstanden ohne die liebevolle Unterstützung meiner Eltern. Ihnen ist die Arbeit gewidmet.

Berlin, im Dezember 2012

Jonas-Benjamin Ulmrich

Inhaltsübersicht

Einführung.....	1
1. Teil: Investorentransparenz in den USA und Frankreich	9
1. Kapitel: US-amerikanisches Recht	11
2. Kapitel: Französisches Recht	76
2. Teil: Investorentransparenz in Deutschland <i>de lege lata</i>	103
3. Kapitel: § 27a WpHG als Baustein der Beteiligungstransparenz.....	105
4. Kapitel: Regelungsziele und Mehrwert der Investorenmitteilungen ...	137
5. Kapitel: § 27a WpHG und Regulierung von Finanzinvestoren.....	172
6. Kapitel: Absichtserklärungen im deutschen Kapitalmarktrecht.....	193
7. Kapitel: Besondere Anwendungsprobleme von § 27a WpHG	215
8. Kapitel: Anlegerinformationen und Ad-hoc-Publizität	250
9. Kapitel: Sanktionen bei Meldeverstößen	275
10. Kapitel: Verfassungs- und unionsrechtliche Einordnung	328
3. Teil: Investorentransparenz in Deutschland <i>de lege ferenda</i>	341
11. Kapitel: Konzept einer reformierten Investorentransparenz	343
12. Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse.....	403

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht.....	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Einführung.....	1
1. Teil: Investorentransparenz in den USA und Frankreich	9
<i>1. Kapitel: US-amerikanisches Recht</i>	11
A. Informationelle Kapitalmarktregulierung in den USA.....	11
B. Grundlagen zu Sec. 13(d) SEA	14
I. Systematischer Überblick	14
II. Hintergrund und Gesetzeszwecke.....	16
III. Regelungskontext	19
IV. Sec. 13(d) SEA und der Markt für Unternehmenskontrolle	21
1. Der Markt für Unternehmenskontrolle	21
2. Beeinträchtigung des Marktes durch Sec. 13(d) SEA	23
3. Bewertung der Beeinträchtigung	25
V. Informationswert des Schedule 13D.....	27
1. Ereignisstudien (<i>event studies</i>)	27
2. Befunde und Argumente gegen einen Informationswert.....	28
3. Befunde und Argumente für einen Informationswert.....	29
VI. Zusammenfassung	33
C. Voraussetzungen und Gegenstand der Mitteilungspflichten	33
I. Entstehen der Mitteilungspflichten	33
1. Wirtschaftliche Inhaberschaft von Stimmrechten (<i>beneficial ownership</i>)	33
2. Zurechnung von Stimmrechten (<i>group acquisitions</i>).....	35
3. Behandlung von Swap-Vereinbarungen (<i>cash settled equity swaps</i>)	38
4. Befreiungen	40

II. Inhalt des Schedule 13D	41
1. Grundsätze	41
2. Überblick zu den Items 1–7	42
a) Item 1 (<i>Security and issuer</i>)	42
b) Item 2 (<i>Identity and background</i>)	43
c) Item 3 (<i>Source and amount of funds</i>)	43
d) Item 5 (<i>Interest in securities of the issuer</i>)	45
e) Item 6 (<i>Contracts with respect to securities of the issuer</i>)	46
f) Item 7 (<i>Exhibits</i>)	47
3. Die Absichtserklärung nach Item 4	47
a) Offenlegung des Investitionszwecks	48
i. Die verschiedenen Investitionszwecke	48
ii. Systematische Bedeutung der Kontrollabsicht	49
iii. Notwendiger Reifegrad der Kontrollabsicht	50
iv. Kontrolle im Sinne von Sec. 13(d) SEA	51
b) Offenlegung einzelner Pläne	54
i. Reifegrad von Plänen	54
ii. Offenlegungspflichtige Pläne	56
iii. Shotgun Approach	59
III. Aktualisierungspflichten	60
D. Das Schedule 13G	61
I. Berechtigung zum Schedule 13G	62
1. Qualifizierte institutionelle Investoren	62
2. Passive Investoren	63
3. Befreite Investoren	65
II. Inhalt des Schedule 13G	66
III. Aktualisierungspflichten	66
E. Rechtsfolgen bei einer Verletzung der Mitteilungspflichten	67
I. Vorliegen und Nachweis eines Verstoßes	67
II. Enforcement durch die SEC	68
III. Zivile Rechtsdurchsetzung	70
1. Ansprüche aus allgemeinen Vorschriften	70
2. Implizite Ansprüche aus Sec. 13(d) SEA	70
a) Kreis der Klageberechtigten	71
i. Emittent	71
ii. Aktionäre und konkurrierende Bieter	72
b) Anspruchsinhalt	72
i. Ordnungsgemäße Auskünfte (<i>injunctive relief</i>)	72
ii. Weitergehende Sanktionen (<i>equitable relief</i>)	73
3. Zusammenfassung der Rechtsfolgen bei Verstößen	74
F. Zusammenfassung	74

2. Kapitel: <i>Französisches Recht</i>	76
A. Beteiligungstransparenz (<i>Déclaration de franchissement de seuils</i>)	76
I. Gesetzliche und statutarische Meldeschwellen	76
II. Zurechnung von Stimmrechten	77
III. Behandlung von Finanzinstrumenten.....	80
B. Investorentransparenz (<i>Déclaration d'intention</i>)	81
I. Grundlagen	81
1. Ursprünge und Entwicklung.....	81
2. Die Reform von 2009	82
3. Regelungszwecke von Art. L. 233-7 VII C. com.	85
4. Informationswert der <i>Déclaration d'intention</i>	86
5. Zwischenergebnis	86
II. Entstehen der Mitteilungspflicht.....	86
1. Grundsätze.....	86
2. Befreiungen	87
III. Inhalt der <i>Déclaration d'intention</i>	89
1. Finanzierung des Anteilserwerbs.....	89
2. Strategie im Hinblick auf den Emittenten	90
a) Übergeordnete Anlagestrategie	90
b) Einzelne Absichten	91
c) Vorhaben zur Umsetzung der Anlagestrategie.....	93
3. Verträge mit Bezug zu Stimmrechten und Kapitalanteilen.....	94
4. Inhalt der Erklärung bei abgestimmtem Verhalten.....	94
5. Zwischenergebnis	94
IV. Meldeverfahren	95
V. Aktualisierungspflichten	96
C. Rechtsfolgen bei einer Verletzung der Mitteilungspflichten	97
I. Stimmrechtsverlust.....	97
1. Grundsätze.....	97
2. Geltendmachung und erweiterter Rechtsverlust	98
II. Aufsichtsrechtliche Sanktionen	99
III. Strafrechtliche Sanktionen	100
D. Vergleich mit dem US-amerikanischen Recht	102
2. Teil: Investorentransparenz in Deutschland <i>de lege lata</i>	103
3. Kapitel: § 27a WpHG als Baustein der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz	105
A. Aktienrechtliche Beteiligungstransparenz	105
B. Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz	107

I. Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1a WpHG.....	107
II. Zurechnung von Stimmrechten, § 22 WpHG.....	108
III. Behandlung von Finanzinstrumenten, §§ 25, 25a WpHG	111
1. § 25 WpHG	111
2. § 25a WpHG.....	112
C. Investorentransparenz, § 27a WpHG.....	113
I. Entstehungsgeschichte	113
II. Frühe Ansätze in der Literatur	114
III. Das Publizitätsregime im Überblick	115
IV. Das Publizitätsregime im Einzelnen	116
1. Entstehen der Mitteilungspflicht.....	116
a) Grundsätze.....	116
b) Berücksichtigung von Finanzinstrumenten?	117
c) Befreiungen	118
i. § 27a Abs. 1 S. 5 WpHG	118
ii. § 27a Abs. 1 S. 6 WpHG	121
iii. § 27a Abs. 3 WpHG.....	121
2. Inhalt der Mitteilung.....	122
a) Die einzelnen Ziele	122
i. Investitionsziel	123
ii. Aufstockungsabsicht.....	127
iii. Personelle Einflussnahme.....	128
iv. Änderung der Kapitalstruktur.....	130
b) Die Mittelherkunft	131
3. Meldeverfahren	131
4. Aktualisierungspflichten	132
5. Rechtsfolgen bei Meldeverstößen.....	134
a) Negativpublizität als einzig spezifische Sanktion	134
b) Erzwingung der Mitteilung durch die BaFin	135
V. Zusammenfassung	136
4. Kapitel: Regelungsziele der §§ 21 ff. WpHG und Mehrwert der Investorenmitteilungen.....	137
A. Marktfunktionsschutz	138
I. Die drei Teilaspekte der Funktionsfähigkeit des Marktes	138
II. Die Hypothese eines informationseffizienten Kapitalmarkts	139
1. Drei Stufen von Informationseffizienz.....	139
2. Einwände der Verhaltensforschung (<i>behavioral finance</i>).....	142
3. Replik und Folgen für die Effizienzhypothese	143
III. Mehrwert von Transparenzpflichten im Allgemeinen	145
IV. Mehrwert der Transparenzpflicht nach § 27a WpHG.....	147
1. Prinzipieller Mehrwert.....	147

2. Zweifel an diesem Mehrwert	148
a) Zur Gefahr der Informationsüberlastung.....	148
b) Inhalt der Investorenmeldung	149
i. Redundanz gegenüber den Beteiligungsmeldungen?.....	149
ii. Knappheit der Angaben	150
iii. Unbestimmtheit der Angaben.....	151
c) Zu lange Meldefristen und Haftungsfreiraum.....	153
3. Spekulationsgefahr	154
V. Zwischenergebnis	155
B. Anlegerschutz.....	156
I. Individual- und Kollektivschutz.....	156
II. Aspekte des Anlegerschutzes.....	157
1. Anlegergleichbehandlung.....	157
2. Gewährleistung von Marktintegrität.....	157
3. Gewährleistung von Markttransparenz.....	158
III. Zum Interesse der übrigen Anleger	
an einer Investorentransparenz	159
1. Offenlegung von Wertschöpfungspotentialen	
und Einflussmöglichkeiten	159
a) Durch die Beteiligungstransparenz.....	159
b) Durch die Investorentransparenz	161
2. Offenlegung von Übernahmebestrebungen.....	162
3. Offenlegung von Streubesitz.....	165
IV. Zwischenergebnis.....	165
C. Schutz der Gesellschaft.....	166
I. Erleichterte Kommunikation mit Aktionären.....	166
II. Frühzeitige Reaktionsmöglichkeiten bei Interessenkonflikten.....	168
D. Verhinderung des Missbrauchs von Insiderinformationen.....	169
E. Zusammenfassung	170
<i>5. Kapitel: § 27a WpHG als Beitrag zur Regulierung</i>	
<i>von Finanzinvestoren</i>	<i>172</i>
A. Regelungshintergrund von § 27a WpHG.....	172
B. Risiken von Hedgefonds für Fondsanleger und Märkte.....	175
I. Charakteristika von Hedgefonds	175
II. Chancen und Risiken für Fondsanleger und die Finanzmärkte	177
1. Chancen und Risiken für die Fondsanleger.....	177
2. Chancen und Risiken für die Finanzmärkte	177
III. Offenlegung der identifizierten Risiken durch § 27a WpHG?	178
IV. Die Richtlinie für Verwalter alternativer Investmentfonds	179
C. Risiken von Hedgefonds für die Zielunternehmen	181
I. Anlagestrategien aktivistischer Hedgefonds	181

II. Chancen und Risiken von Hedgefonds-Aktivismus	184
1. Stärkung der Corporate Governance	184
2. Gefahren aus dem Kurzfristigkeitsdenken	187
III. Offenlegung der identifizierten Risiken durch § 27a WpHG	188
1. Offenlegung durch die Mitteilungen nach §§ 21, 25, 25a WpHG	188
2. Offenlegung durch die Mitteilung nach § 27a WpHG	189
3. Fazit: Bedeutung von § 27a WpHG für die Corporate Governance	191
D. Zusammenfassung	192
<i>6. Kapitel: Absichtserklärungen im deutschen Kapitalmarktrecht</i>	<i>193</i>
A. Bestandsaufnahme kapitalmarktbezogener Absichtserklärungen	193
I. Absichtserklärungen im Übernahmerecht	193
1. § 10 Abs. 1 WpÜG	193
2. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG	194
3. § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 WpÜG	196
II. Entsprechungserklärung nach § 161 AktG	197
III. Aufsichtsrechtliche Anzeigepflichten	197
B. Abgrenzung zu kapitalmarktbezogenen Prognosen	199
I. Kapitalmarktbezogene Prognosen	199
1. Begriff und Erscheinungsformen	199
2. Mit Prognosen verbundene Rechtsfragen	202
II. Kapitalmarktbezogene Absichtserklärungen	203
1. Begriff der Absichtserklärung	203
2. Nichtübertragbarkeit der mit Prognosen verbundenen Rechtsfragen	205
3. Zwischenergebnis	207
C. Typologie kapitalmarktbezogener Absichtserklärungen	207
I. Wahrheitspflicht	207
II. Keine Bindungswirkung	208
1. §§ 10 Abs. 1, 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG	209
2. § 27a Abs. 1 WpHG	210
3. § 161 AktG	211
III. Aktualisierungspflicht bei Absichtswechseln	211
1. §§ 10 Abs. 1, 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG	211
2. § 161 AktG	213
3. Zwischenergebnis	214
D. Zusammenfassung	214

7. Kapitel: Besondere Anwendungsprobleme von § 27a WpHG	215
A. Vorliegen eines „Ziels“	215
I. Ähnliche Begriffe bei Schwestervorschriften	215
1. Aufsichtsrechtliche Anzeigepflichten	215
2. Übernahmerechtliche Anzeigepflichten	216
a) § 10 Abs. 1 WpÜG.....	216
b) § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG	217
II. Bisherige Stellungnahmen zu § 27a WpHG.....	218
III. Eigene Bestimmung des „Ziel“-Begriffs	218
1. Ad-hoc-Publizität bei zukunftsbezogenen Informationen.....	218
2. Vergleich mit der Investorentransparenz	221
3. Ausdifferenzierung des „Ziel“-Begriffs in § 27a WpHG.....	224
a) Argumente für eine hohe Realisierungswahrscheinlichkeit... 224	
b) Argumente für eine bloß überwiegende Realisierungswahrscheinlichkeit	225
c) Realisierungsversuche als Bezugspunkt	226
d) Zwischenergebnis	228
IV. Anwendung des gefundenen Maßstabs.....	228
1. Mehrstufige Entscheidungsprozesse.....	228
a) Mehrstufige Entscheidungsprozesse im Rahmen der Ad-hoc-Publizität	228
b) Mehrstufige Entscheidungsprozesse im Rahmen der Investorentransparenz	229
c) Gesellschafts- vs. kapitalmarktrechtliche Perspektive	232
2. Keine Notwendigkeit eines formalen Beschlusses bei Kollegialorganen	234
3. Bedingte Ziele	236
4. Ziele im Konzern	236
V. Zusammenfassung	237
B. Inhalt der Erklärung bei Stimmrechtszurechnungen	237
I. Denkbare Erklärungsinhalte	238
II. Richtiger Erklärungsinhalt	239
III. Konzernklärungen nach § 24 WpHG	241
C. Zulässigkeit und Grenzen freiwilliger Angaben	242
I. Zulässigkeit und Grenzen	242
II. Beispiele	243
1. Unzulässige Angaben	243
2. Zulässige Angaben.....	244
III. Aktualisierungspflicht und Rechtsfolgen unwahrer Angaben	247
D. Aktualisierungspflicht bei wesentlichen Zieländerungen.....	248

<i>8. Kapitel: Anlegerinformationen als Gegenstand der Ad-hoc-Publizität</i>	250
A. Verhältnis der §§ 21 ff. WpHG zur Ad-hoc-Publizität	250
B. Ad-hoc-Publizitätspflicht des Zielunternehmens	251
I. Voraussetzungen nach § 13 Abs. 1 WpHG	252
1. Vorliegen einer konkreten Information	252
2. Keine öffentliche Bekanntheit der Umstände	253
3. Bezug der Information zum Emittenten oder zu Insiderpapieren	254
4. Erhebliches Kursbeeinflussungspotential.....	255
a) Kursbeeinflussungspotential einer Beteiligungsveränderung.....	256
b) Kursbeeinflussungspotential von Anlegervorhaben	258
i. Absicht der Kontrollerlangung	259
ii. Absicht des Erwerbs oder Ausbaus einer Beteiligung	259
iii. Strategische Ziele.....	260
iv. Absicht personaler Veränderungen	261
v. Absicht finanzieller Veränderungen.....	261
c) Kursbeeinflussungspotential der Mittelherkunft.....	262
d) Zwischenergebnis	263
II. Voraussetzungen von § 15 WpHG	263
1. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten bei Beteiligungsveränderungen	264
2. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten bei Anlegervorhaben	267
3. Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG	268
III. Fazit: Bedeutung der Ad-hoc-Publizität bei Anlegerinformationen	271
C. Ad-hoc-Publizitätspflicht des Investors	271
 <i>9. Kapitel: Rechtsfolgen bei einer Verletzung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten</i>	 275
A. Vorliegen und Nachweis eines Verstoßes	275
I. Vorliegen eines Verstoßes	275
II. Beweggründe für einen Verstoß	277
1. Regelfall: Der Investor will den Kurs niedrig halten	277
2. Sonderfall: Der Investor will den Kurs in die Höhe treiben	277
III. Nachweis eines Verstoßes.....	278
1. Darstellung der Problematik	278
2. Lösungsansätze	279
a) Vermutung zulasten des Meldepflichtigen.....	279

b) Möglichkeiten, die Vermutung zu widerlegen.....	281
c) Weitere Lösungsansätze	281
3. Verbleibende Schwierigkeiten	282
a) Falsche Positivverklärungen	282
b) Falsche Mittelherkunftsberichte	283
c) Unterbliebene Aktualisierungen	283
4. Zwischenergebnis zur Nachweisproblematik.....	283
B. Negativpublizität gem. § 27a Abs. 2 WpHG	284
I. Reputationsverluste als abschreckende Sanktion?	284
II. Restriktive Auslegung der Bekanntgabepflicht	286
III. Zwischenergebnis.....	289
C. Anspruch des Emittenten auf Abgabe der Mitteilungen	289
I. Analoge Anwendung von § 27 WpHG	289
II. Originärer Anspruch aus § 27a Abs. 1 WpHG	291
III. Zwischenergebnis.....	294
D. Haftung des Investors nach allgemeinen Vorschriften.....	294
I. Zulässigkeit des Rückgriffs auf allgemeine Haftungsnormen.....	294
II. Verstoß gegen das Verbot von Insidergeschäften, § 14 WpHG	295
1. Investorenziele als Insiderinformation im Sinne von § 13 Abs. 1 WpHG.....	296
2. „Verwenden“ der Insiderinformationen bei der Anteilsaufstockung	297
a) Verschwiegene Aufstockungsabsicht	297
b) Verschwiegene strategische Ziele.....	298
c) Anknüpfen an den Meldeverstoß	299
3. Zwischenergebnis	300
III. Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation, § 20a WpHG	300
1. Objektiver Tatbestand	301
2. Subjektiver Tatbestand	303
IV. Schadensersatzansprüche.....	304
1. Verletzung eines Schutzgesetzes, § 823 Abs. 2 BGB	304
a) Schutzgesetzcharakter von § 27a Abs. 1 WpHG	304
b) Schutzgesetzcharakter von § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	307
c) Schutzgesetzcharakter von § 20a WpHG	307
d) Zwischenergebnis	307
2. Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung, § 826 BGB	308
a) Sittenwidrigkeit.....	309
i. Bei einem falschen oder unklaren Investorenbericht.....	309
ii. Bei einem unterlassenen, verspäteten oder unvollständigen Investorenbericht	311
b) Vorsatz.....	312

i. Vorsatz bzgl. der Unrichtigkeit	313
ii. Vorsatz bzgl. der Schadenszufügung	313
iii. Vorsatz bei unterlassenen Informationen	315
c) Kausalität	315
i. Denkbare Anlegerschäden	315
(1) Anlegerschaden bei einer falschen Negativerklärung	315
(2) Anlegerschaden bei einer falschen Positiverklärung	316
(3) Zwischenergebnis	318
ii. Beweiserleichterungen?	318
(1) Anscheinsbeweis	319
(2) „Anlagestimmung“	319
(3) „Fraud-on-the-market-theory“	320
iii. Zwischenergebnis	322
d) Schaden	322
i. Vertragsabschlussschaden	323
ii. Kursdifferenzschaden	323
e) Ergebnis zu § 826 BGB	324
V. Fazit zur Haftung des Investors	325
E. Haftung des Emittenten bei einem Verstoß gegen § 27a Abs. 2 WpHG	326
 <i>10. Kapitel: Verfassungs- und unionsrechtliche Einordnung von § 27a WpHG</i>	 328
A. Verfassungsmäßigkeit von § 27a WpHG	328
I. Bestimmung der betroffenen Grundrechte	329
1. Recht auf informationelle Selbstbestimmung	329
2. Berufsfreiheit	329
3. Eigentumsgarantie	332
II. Grundrechtseingriff	334
III. Rechtfertigung des Eingriffs	334
B. Vereinbarkeit mit Unionsrecht	336
I. Vereinbarkeit mit der Transparenzrichtlinie	336
II. Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit	338
 3. Teil: Investorentransparenz in Deutschland <i>de lege ferenda</i>	 341
 <i>11. Kapitel: Konzept einer reformierten Investorentransparenz</i>	 343
A. Für und wider einen Ausbau von § 27a WpHG	343
I. Regelungspolitische Aspekte	343

1. Verbesserung des Marktfunktions- und Anlegerschutzes	343
2. Beeinträchtigung des Marktes für Unternehmenskontrolle.....	344
3. § 27a WpHG als nationaler Sonderweg	345
4. § 27a WpHG als „verkaptetes“ Übernahmerecht	346
II. Unionsrechtliche Aspekte	347
1. Förderung der Corporate Governance des Emittenten	347
2. Reform der Transparenzrichtlinie	349
III. Regelungspraktische Aspekte	351
IV. Zwischenergebnis	352
B. Einzelne Reformvorschläge	353
I. Entstehen der Meldepflicht.....	353
1. Reform der Meldeschwellen	353
a) Absenken der ersten Meldeschwelle auf 5 %.....	353
b) Aufgabe der Meldeschwellen jenseits von 25 %	355
c) Meldepflicht bei Börsenzulassung	356
d) Zwischenergebnis	356
2. Berücksichtigung von Finanzinstrumenten	356
3. Ausnahmeregelung für passive Investoren?	358
4. Aufgabe der Opting-Out-Regelung	360
5. Zwischenergebnis	361
II. Die einzelnen Angabepflichten	361
1. Zum denkbaren Umfang des Mitteilungsinhalts	361
a) Die große Lösung.....	362
b) Die vorzugswürdige kleine Lösung	363
2. Korrekturen der bestehenden Angabepflichten.....	364
a) Künftiger allgemeiner Teil von § 27a WpHG.....	364
i. Definition des „Ziel“-Begriffs.....	364
ii. Regeln für freiwillige Angaben.....	365
iii. Regeln für Zurechnungssachverhalte	365
iv. Beschränkung des Erklärungshorizonts	367
v. Zwischenergebnis	368
b) Künftiger besonderer Teil von § 27a WpHG	369
i. Investitionszweck	369
ii. Aufstockungsabsicht	370
iii. Personale Veränderungen	371
iv. Finanzpolitische Veränderungen	372
v. Aufgabe des Mittelherkunftsberichts	372
c) Zwischenergebnis	373
3. Einführung neuer Angabepflichten.....	373
a) Offenlegung von Kontrollzielen	373
i. Für und wider die Angabepflicht	373
ii. Abstimmung mit § 10 WpÜG	378

iii. Keine Ausnahme bei Geheimhaltungsinteressen	379
iv. Zwischenergebnis	380
b) Offenlegung der Absichten in Bezug auf Finanzinstrumente	380
4. Zwischenergebnis	381
III. Modalitäten	381
1. Verkürzung der Meldefrist	381
2. Gleichzeitige Übermittlung an die BaFin	382
3. Form der Mitteilung	383
4. Erwerbsverbot bis zur Abgabe der Mitteilung?	384
IV. Aktualisierung und Abkühlphase	385
1. Einführen einer Gravitätsschwelle	385
2. Unverzüglichkeit der Aktualisierung	385
3. Notwendigkeit einer Abkühlphase	386
V. Sanktionierung von Meldeverstößen	388
1. Aufsichts- und strafrechtliche Sanktionen	388
2. Rechtsverlust gem. § 28 WpHG	390
a) Begründung der Anwendung von § 28 WpHG	390
b) Besonderheiten bei der Anwendung auf § 27a-Berichte	392
i. Überblick zu § 28 WpHG	392
ii. Relevante Meldeverstöße	393
iii. Verschulden	395
iv. Rechtsfolgen	396
c) Zwischenergebnis	398
3. Aufgabe der Pflicht zur Negativpublizität	398
C. Zusammenfassende Regelungsvorschläge	399
I. § 27a WpHG-E	399
II. § 39 Abs. 2 lit. f) WpHG-E	400
III. § 28 WpHG-E	401
 <i>12. Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse</i>	 403
 Literaturverzeichnis	 411
 Sachregister	 431

Einführung

A. Hintergrund der Arbeit

Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz bildet ein Rechtsgebiet, das ständigen Reformen unterworfen ist. In einem dichten Geflecht aus Melde-, Zurechnungs-, Befreiungs- und Publizitätsvorschriften verpflichten die §§ 21 ff. WpHG Inhaber stimmberechtigter Aktien von mehr als 3 % einer börsennotierten Gesellschaft sowie Inhaber bestimmter Aktienderivate, Veränderungen ihrer Beteiligung gegenüber dem Emittenten anzuzeigen, der diese Informationen veröffentlicht. Das Regime hat seinen Ursprung in der ersten Transparenzrichtlinie aus dem Jahre 1988¹, die vom deutschen Gesetzgeber zum Jahresbeginn 1995 im WpHG² als dem „Grundgesetz des Kapitalmarktrechts“³ umgesetzt wurde und durch die Vorgaben der zweiten Transparenzrichtlinie⁴ von 2004 erhebliche Verschärfungen erfahren hat. Der Kerngedanke der Regelungen liegt darin, das Anlegerpublikum und die Emittenten mit nützlichen Informationen zu versorgen, hierdurch die Funktionsfähigkeit der Märkte zu stärken und so die Entwicklung eines unionsweiten Kapitalmarkts zu fördern.⁵

¹ Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG Nr. L 348 vom 17.12.1988, S. 62. Die Richtlinie wurde 2001 aufgehoben und in die Art. 85 ff. der Richtlinie 2001/34/EG vom 28.5.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG Nr. L 184 vom 6.7.2001, S. 1 überführt.

² Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (2. FFG), BGBl. I 1994, S. 1749.

³ Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, § 32 I 5 (S. 466).

⁴ Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 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 (Transparenz-RL), ABl. EU Nr. L 390 vom 31.12.2004, S. 38.

⁵ 1. und 2. Erwägungsgr. der ersten Transparenz-RL; Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 52.

In der Vergangenheit hat sich das Regime allerdings wiederholt als ineffizient erwiesen. So ist es Investoren in einer Reihe medienwirksamer Fälle gelungen, über Aktienderivate eine verdeckte Beteiligung von nahezu 30 % aufzubauen – der Schwelle, ab der in Deutschland gem. § 35 Abs. 2 WpÜG ein Pflichtangebot zu unterbreiten ist –,⁶ ohne ihre Stellung nach geltendem Recht offenlegen zu müssen.⁷ Ähnliche Unterfangen, die den Transparenzanspruch des Regimes konterkarieren, hat man im europäischen und außereuropäischen Ausland beobachtet, sodass eine länderübergreifende Debatte eingesetzt hat, inwiefern Finanzinstrumente offenkundig sein sollen, die ihrem Inhaber eine dem Aktieneigentum vergleichbare wirtschaftliche Position verschaffen.⁸ Mit § 25 WpHG existiert zwar seit dem Jahr 2007 eine Anzeigepflicht für bestimmte Finanzinstrumente. Deren praktische Durchsetzungskraft ist jedoch begrenzt, da sie nur solche Erwerbsrechte erfasst, die ihrem Inhaber einen rechtlich gesicherten Anspruch auf Stimmrechtslieferung gewähren. Um die Praxis des heimlichen Anschleichens einzudämmen,⁹ hat deshalb der Gesetzgeber mit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) vom April 2011 einen neuen § 25a WpHG geschaffen, der am 1. Februar 2012 in Kraft getreten ist und auch solche Derivate für offenkundig erklärt, die wirtschaftlich der Inhaberschaft von mehr als 5 % emittierter Stimmrechte gleichstehen.¹⁰ Die Vorschrift entspricht ganz der unionsrechtlichen Marschroute. So hat sich die Europäische Kommission in ihrem Entwurf zur Reform der Transparenzrichtlinie vom Oktober 2011 dafür ausgesprochen, den Mitgliedstaaten die Einführung eines Meldegebots für wirtschaftliche Beteiligungsformen aufzugeben.¹¹ Daher lässt sich sa-

⁶ Zu nennen sind hier insbesondere die Fälle Schaeffler/Continental und Porsche/VW aus dem Jahr 2008. Im ersten Fall hielt die Schaeffler-Gruppe 2,97 % in stimmberechtigten Aktien der Continental AG und war über Finanzinstrumente berechtigt, weitere 4,95 % der Aktien zu erwerben, womit sie genau unter den Meldeschwellen nach §§ 21 Abs. 1 und 25 Abs. 1 WpHG blieb. Darüber hinaus hatte sie mit einer Reihe von Kreditinstituten Swap-Geschäfte abgeschlossen, die ihr den wirtschaftlichen Zugriff auf weitere 28 % der Aktien sicherten. Vgl. *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501. Zum Übernahmekampf Porsche/VW *dies.*, NZG 2010, 846, 847.

⁷ Zur damaligen rechtlichen Behandlung der Derivate *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1503 ff.; *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454, 463 ff.; *Cascante/Topf*, AG 53, 60 ff.; *Eichner*, ZRP 2010, 5.

⁸ Siehe zur Diskussion in den USA unten, S. 36 ff.; in Frankreich, S.81 f.; für weitere Länder *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1507 ff.; *dies.*, NZG 2010, 846, 851 f.

⁹ Begr. RegE AnsFuG, BT-Drucks. 17/3628, S. 17.

¹⁰ Art. 9 Abs. 3 AnsFuG, BGBl. I 2011, S. 538.

¹¹ Vgl. Art. 1 (8) (a) des Vorschlags der Kommission vom 25.10.2011 für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG, KOM(2011) 683, endg. (Transparenz-Änderungs-RL-E).

gen, dass die Debatte um die Erfassung von Aktienderivaten im Begriff ist, einen vorläufigen Abschluss zu finden.¹²

Wesentlich weniger weit gediehen ist die Auseinandersetzung um die inhaltliche Reichweite der Beteiligungstransparenz, d.h. nicht die Frage *wer*, sondern was *inhaltlich* meldepflichtig sein sollte. Einen Anstoß hierzu hat der Gesetzgeber gegeben, der im Jahre 2008 mit dem Risikobegrenzungsgesetz¹³ einen § 27a WpHG in das Transparenzregime integriert hat. Dieser verpflichtet Inhaber einer Stimmrechtsbeteiligung von mindestens 10 % zur Offenlegung ihrer Strategie und der Herkunft der für den Erwerb der Stimmrechte eingesetzten Mittel.¹⁴ Die Vorschrift hat in der Literatur recht breite Kritik erfahren, die sich zum einen auf die mit ihr verbundenen Nachteile für Investoren stützt, zum anderen die tatbestandliche Ausgestaltung angreift und zum dritten den Mehrwert der Absichtsbekundungen in Frage stellt.¹⁵ Bedenkt man hingegen, dass Anleger ihre Investitionsentscheidung in erster Linie aufgrund der künftig zu erwartenden Rendite treffen, auf welche die Vorhaben größerer Aktionäre einen nicht unerheblichen Einfluss haben, kann man mit gleicher Berechtigung die Frage stellen, warum der Gesetzgeber das Gebäude der Beteiligungstransparenz erst jetzt durch diesen Informationsbaustein verstärkt hat.

Auch auf europäischer Ebene beschäftigt man sich zunehmend mit einem erweiterten Offenlegungsgebot für die Inhaber wesentlicher Beteiligungen. Im Konsultationsverfahren zur Reform der Transparenzrichtlinie hat die Kommission die unionsweite Einführung einer § 27a WpHG vergleichbaren Bestimmung erwogen. Die Reaktionen der Marktteilnehmer waren hierzu disparat, überwiegend befürwortete man entsprechende Vorgaben.¹⁶ Umso mehr überrascht es, dass die Kommission in ihrem letzten Reformentwurf vom Oktober 2011 wieder von dem Plan Abstand genommen hat. Bei der bevorstehenden Novelle der Transparenzrichtlinie ist also noch nicht mit Vorgaben zur Investorentransparenz zu rechnen. Ungeachtet dessen ist es Zeit, die nationale und europäische Reformdebatte nicht auf die Offenlegung verschiedener Beteiligungsformen zu beschränken, sondern auch und gerade die Offenlegung weiterführender Informationen

¹² Vgl. aber das abweichende Plädoyer von *Anzinger*, WM 2011, 391 für eine prinzipiengeleitete Neufassung der §§ 21 ff. WpHG.

¹³ Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (RBG), BGBl. I 2008, 1666.

¹⁴ § 27a WpHG ist zum 31.5.2009 in Kraft getreten, Art. 12 RBG.

¹⁵ Besonders kritisch *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116; *Möllers/Holzner*, NZG 2008, 166; *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 204 ff.

¹⁶ Siehe ausführlich unten, S. 357 ff.

über größere Aktionäre in den Blick zu nehmen und kritisch zu hinterfragen.¹⁷

B. Gegenstand und Ziele der Arbeit

Die vorliegende Arbeit hat die Investorentransparenz als erweiterte Beteiligungstransparenz zum Gegenstand. Sie will ergründen, welche spezifischen Rechtsfragen diese neue Transparenzform aufwirft und insofern Lösungsansätze aufzeigen. Auch soll ihre Ausstrahlungswirkung auf das übrige Kapitalmarktrecht thematisiert und ihr Mehrwert gegenüber der Beteiligungstransparenz problematisiert werden. Ziel ist es schließlich, Regelungsvorschläge für eine friktionslose Meldepflicht zu entwickeln.

Eine Hilfestellung bei diesen Vorhaben versprechen das US-amerikanische und französische Kapitalmarktrecht, denn der Gesetzgeber hat § 27a WpHG bewusst nach Vorbildern in diesen Jurisdiktionen geschaffen.¹⁸ In den Vereinigten Staaten bewirken Sec. 13(d) SEA und die dazu erlassenen Ausführungsbestimmungen der Securities Exchange Commission (SEC) bereits seit dem Jahr 1968 eine anspruchsvolle Anlegerpublizität. In Frankreich hat man 20 Jahre später ähnliche Informationsgebote eingeführt, die heute in Art. L. 233-7 VII C. com. zu finden sind. Der Rechtsnormimport in Gestalt von § 27a WpHG ist Teil einer hierzulande stetig anwachsenden Rezeption des ausländischen, insbesondere anglo-amerikanischen Aktien- und Kapitalmarktrechts.¹⁹ Gerade letzteres ist aufgrund der Internationalität der Märkte prädestiniert für Rechtsleihen, welche im Interesse der Marktteilnehmer liegen, weil konvergente Rechtssysteme ihre Transaktionskosten senken.²⁰ Auch für den Normgeber ist der Rechtstransfer vielversprechend, stellt er doch eine einfache und kostengünstige Möglichkeit dar, Recht zu schaffen.²¹ In der Rechtstheorie werden solche Vor-

¹⁷ Vgl. *Brandt*, BKR 2008, 441, 448: „gänzlich neue Art der Beteiligungsmeldung“; § 25a WpHG *Wackerbarth*, ZIP 2010, 1527, 1535: „Wir stehen gerade erst am Anfang einer Diskussion darüber, was Anleger auf dem Kapitalmarkt wissen sollten und was nicht.“

¹⁸ Begr. RegE RBG, BT-Drucks. 16/7438, S. 12.

¹⁹ Zu dieser Entwicklung monografisch von *Hein*, Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts, insb. S. 272 ff.; ferner *Fleischer*, NZG 2004, 1129 ff.; *Eidenmüller*, ZGR 2007, 484, 490 f.

²⁰ *Fleischer*, NZG 2004, 1129, 1135; von *Hein*, Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts, S. 363 f.

²¹ *Fleischer*, NZG 2004, 1129, 1135; *Eidenmüller*, ZGR 2007, 484, 490 f.; *Deipenbrock*, ZVglRWiss 107 (2008), 343, 346 f.; *Rehm*, RabelsZ 72 (2008), 1, 32.

gänge treffend als *legal transplants*²² bezeichnet, denn die medizinisch gefärbte Metapher verdeutlicht, dass es zu erheblichen Komplikationen in der aufnehmenden Rechtsordnung kommen kann.²³ Eine Norm, die im leihenden Rechtskreis sinnvolle Zwecke erfüllt, kann im borgenden Rechtskreis einen Fremdkörper darstellen, die entsprechend einer hohen Synthetisierungskraft bedarf.²⁴ Positiver konnotiert spricht eine jüngere Schule von *legal irritants* und betont hiermit, dass die transplantierte Norm in ihrem neuen Umfeld ein Eigenleben entfaltet und dessen Entwicklung befruchten kann.²⁵

Vor dem Hintergrund der bislang hierzulande überschaubaren Beschäftigung mit der Investorentransparenz und in Anbetracht der bewussten Orientierung des Gesetzgebers wäre es fahrlässig, die in den USA und Frankreich gemachten Erfahrungen nicht für die hiesige Debatte fruchtbar zu machen. Nicht ohne Grund nimmt die Rechtsvergleichung auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts stetig zu.²⁶ Erste Erschließungen beider Melderegime liegen vor, fallen aber knapp aus.²⁷ Dabei lehrt die Funktionalität als methodisches Grundprinzip der Rechtsvergleichung, dass nur solche Regelungen einander gegenüber gestellt werden dürfen, die ähnliche Aufgaben erfüllen.²⁸ Die Berücksichtigung ausländischer Normen kann also nur gelingen, wenn man ihren Hintergrund kennt und keine blinde Verpflanzung vornimmt. Dies wird insbesondere im dritten Teil der Arbeit zu berücksichtigen sein.

Der als Titel dieser Arbeit gewählte Begriff der „Investorentransparenz“ soll ausdrücken, dass es in den §§ 21 ff. WpHG nicht mehr nur um die Offenlegung von Beteiligungsveränderungen, sondern auch um die dahinter-

²² *Deipenbrock*, ZVglRWiss 107 (2008), 343, 343 f.; *Fleischer*, NZG 2004, 1129, 1129 f.; der Begriff geht zurück auf *Watson*, Legal Transplants, An Approach to Comparative Law, S. 21, der ihn wie folgt definiert: „Legal transplants – the moving of a rule or a system of law from one country to another, or from one people to another.“ Zur Begriffsgeschichte *Rehm*, RabelsZ 72 (2008), 1, 3 f.

²³ *Rehm*, RabelsZ 72 (2008), 1 ff., 11; *Teubner*, 61 Mod. L. Rev. (1998), 11, 12.

²⁴ *Fleischer*, NZG 2004, 1129, 1130, 1134; *ders.*, ZGR 2007, 500, 509.

²⁵ Grdl. *Teubner*, 61 Mod. L. Rev. (1998), 11, 12; dazu *Rehm*, RabelsZ, 72 (2008), 1, 34; *Deipenbrock*, ZVglRWiss 107 (2008), 343, 353 ff.

²⁶ *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, F 16; weitergehend betont *Hopt*, WM 2009, 1873, 1881, dass den Rechtskomparatisten auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts die Zukunft gehöre.

²⁷ Zu nennen sind zum US-amerikanischen Recht insb. *Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen, S. 233 ff.; *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Rn. 1330 ff.; knapper *Burgard*, Offenlegung von Beteiligungen, S. 164 ff.; pionierhaft zum franz. Recht *Veil/Koch*, Französisches Kapitalmarktrecht, S. 101 ff.

²⁸ *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, § 3 II (S. 33).

stehenden Personen, ihre Motive und Absichten geht.²⁹ In diesem Sinne wird der Begriff für alle Zusatzinformationen verwandt, die ein Anleger über den Umstand der Anteilsveränderung hinaus bekannt geben muss. Gleichwohl macht es die Einbettung von § 27a WpHG in das Regime der Beteiligungstransparenz-Vorschriften erforderlich, auch auf diese einzugehen. Denn das erweiterte Informationsgebot setzt die Inhaberschaft einer bedeutenden Beteiligung voraus und lässt sich folglich weder darstellen noch begreifen ohne ihr gewachsenes Fundament zu kennen.

In der Literatur wird zum Teil zwischen Transparenz und Publizität unterschieden. Während Transparenz im rechtlichen Sinn die Durchschaubarkeit von Entscheidungsabläufen in Politik, Wirtschaft, Verwaltung und Justiz meine, habe Publizität die Herstellung oder Steigerung von Transparenz zum Ziel und bilde mithin nur eines der Mittel, mit denen Transparenz erreicht werden könne.³⁰ Demnach bezeichne Publizität erstens den Vorgang des Offenlegens und zweitens das Resultat der Offenlegung.³¹ Dieser Unterscheidung von *Merkt* ist beizupflichten, denn Transparenz meint in erster Linie die für Jedermann bestehende Möglichkeit der Kenntnisnahme und damit nur den Zustand des Offengelegtseins, nicht aber den Akt des Offenlegens.³² Entsprechend meint Investorentransparenz die allseitige Möglichkeit der Kenntnisnahme von publizierten Anlegerinformationen. Ungeachtet dieser feinen Unterscheidung werden die Termini in der Arbeit weitgehend synonym genutzt, sodass sich auch von „Anleger-“ in Abgrenzung zur „Anteils-Publizität“ sprechen lässt.

C. Gang der Untersuchung

Die Arbeit gliedert sich in drei Teile.

²⁹ Gleiche Diktion bei *Veil/Koch*, Französisches Kapitalmarktrecht, S. 101; *Veil*, in: ders., Europäisches Kapitalmarktrecht, § 16 Rn. 132; *ders.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, Anh. § 22: § 27a WpHG Rn. 1: „Investorenpublizität“; *Pluskat*, NZG 2009, 206: „Investorenmitteilung“; *R.H. Schmidt/Spindler*, Finanzinvestoren, Teil E Rn. 41: „Investorenerklärungen“; ebenso *Brandt*, BKR 2008, 441, 448. Unpräzise wäre demgegenüber der Begriff „Aktionärstransparenz“ weil die Meldepflicht aus § 27a Abs. 1 WpHG bei einer Stimmrechtszurechnung auch Personen treffen kann, die selbst keine Aktien halten.

³⁰ So insb. *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 11 ff. mwN.

³¹ *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 6 f. mwN; a.A. *Burgard*, Offenlegung von Beteiligungen, S. 23, der die Begriffe „Offenlegung“ und „Publizität“ synonym verwendet und darunter nur die Veröffentlichung von Informationen versteht, d.h. er klammert den Zustand des Offengelegtseins aus.

³² Ebenso *Witt*, Übernahmen, S. 5; ähnlich *Starke*, Beteiligungstransparenz, S. 38: „Im umgangssprachlichen Sinn ist Transparenz ein Zustand, der etwas erkennen lässt“.

Im ersten Teil werden das US-amerikanische (1. Kapitel) und französische Recht (2. Kapitel) erschlossen. Der folgende Teil hat die gegenwärtige Rechtslage in Deutschland zum Gegenstand. Hier ist schwerpunktmäßig auf die Funktionsweise der Investorentransparenz, ihre konkrete Ausgestaltung in § 27a WpHG und dessen Stellung im Normengefüge des deutschen Kapitalmarktrechts einzugehen. Insofern sind zunächst die Vorgaben von § 27a WpHG darzustellen und in den Kontext der nationalen Beteiligungstransparenz-Vorschriften einzuordnen (3. Kapitel). Sodann werden die Regelungsziele der Vorschrift erörtert und der Informationswert des Investorenberichts geprüft (4. Kapitel). Anschließend kann beurteilt werden, ob das Melderegime geeignet ist, einen Beitrag zu der vom Gesetzgeber intendierten Regulierung von Finanzinvestoren zu leisten (5. Kapitel). Im Folgenden wird der Blick auf verschiedene Absichtserklärungspflichten im deutschen Kapitalmarktrechts gelenkt und versucht, die Charakteristika dieses Informationsinstruments in Abgrenzung zu demjenigen der Prognose herauszufiltern (6. Kapitel). Auf dieser Grundlagen sind konkrete Anwendungsprobleme von § 27a WpHG zu diskutieren und Lösungsansätze zu entwickeln (7. Kapitel). Näher ist auch der Frage nachzugehen, in welchem Umfang investorenbezogene Angaben der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten gem. § 15 Abs. 1 WpHG unterliegen (8. Kapitel). Weiter sind die Rechtsfolgen bei einer Verletzung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten zu erörtern (9. Kapitel). Am Ende des zweiten Teils steht eine verfassungs- und unionsrechtliche Einordnung (10. Kapitel). Anhand der gefundenen Ergebnisse soll im dritten Teil der Versuch unternommen werden, konkrete Reformvorschläge für eine verbesserte Fassung der Mitteilungspflichten zu entwickeln (11. Kapitel). Die Arbeit endet mit einer Zusammenfassung ihrer wesentlichen Ergebnisse (12. Kapitel).

1. Teil

Investorentransparenz in den USA und Frankreich

Sachregister

- Abkühlphase
 - siehe Cooling-off-period
- Absichten (allgemein)
 - bedingte 236
 - Darstellung im Investorenbericht 383 f.
 - in mehrstufigen Entscheidungsprozessen 228 ff.
 - im Konzern 236
 - siehe auch Ziele
- Absicht der Kontrollerlangung
 - Kursrelevanz 23, 259
 - Offenlegung gem. § 10 WpÜG 193 f., 216
 - Offenlegung in den USA 48 ff.
 - Offenlegung in Frankreich 91 f.
 - Offenlegung *de lege ferenda* 373 ff.
 - siehe auch Kontrolle
- Absicht des Beteiligungserwerbs
 - Kursrelevanz 23, 28 ff., 259 f.
 - Offenlegung in den USA 54 ff.
 - Offenlegung in Frankreich 91
 - Offenlegung in Deutschland 127 f.
 - Offenlegung *de lege ferenda* 370 f.
- Absicht finanzpolitischer Veränderungen
 - Kursrelevanz 28 ff., 261 f.
 - Offenlegung in den USA 54 ff.
 - Offenlegung in Frankreich 93
 - Offenlegung in Deutschland 130
 - Offenlegung *de lege ferenda* 372
- Absicht personaler Veränderungen
 - Kursrelevanz 28 ff., 261
 - Offenlegung in den USA 54 ff.
 - Offenlegung in Frankreich 91
 - Offenlegung in Deutschland 128 f.
 - Offenlegung *de lege ferenda* 371
- Absicht in Bezug auf Finanzinstrumente
 - Offenlegung in den USA 46 f.
 - Offenlegung in Frankreich 81, 94
 - Offenlegung *de lege ferenda* 380 f.
- Absichtserklärung (kapitalmarktbezogen)
 - Abgrenzung zu Prognosen 199 ff.
 - Begriff 203 ff.
 - Bestandsaufnahme 194 ff.
 - Typologie 207 ff.
- Ad-hoc-Publizität
 - aufgrund des Investorenberichts 271
 - Regelungszwecke 219 f., 250
 - Selbstbefreiung des Emittenten 268 ff., 273
 - unmittelbare Betroffenheit des Emittenten 263 ff., 271 ff.
 - siehe auch Insiderinformation
- AIFM-Richtlinie 179 ff.
- Aktionärsdemokratie 185
- Aktivistische Aktionäre
 - Begriff 30 f., 173
 - Einzelne Maßnahmen 181 ff.
 - Erfolgsraten 174
 - Folgen für die Emittenten 184 ff.
 - Reaktionen des Marktes 28 ff.
 - Transparenz durch den Investorenberichts 189 f.
- Aktualisierungspflicht
 - als kapitalmarktrechtliches Prinzip 211 ff.
 - in den USA 60 f., 66
 - in Frankreich 96
 - in Deutschland 132 f.
 - Nachweis von Verstößen 283
 - teleologische Reduktion 248 f., 385
 - Verhältnis zur Beteiligungstransparenz 132
 - zeitliche Beschränkung 367 f.
- AMF
 - Eingriffsbefugnisse 99 f.
 - Überwachung der Mitteilungen 84 f., 95 f.

- Anlagestrategie
 - Kategorisierung 48, 123 ff.
 - Offenlegung in den USA 48 f.
 - Offenlegung in Frankreich 90
 - Offenlegung in Deutschland 123 ff.
 - Offenlegung *de lege ferenda* 369 f.
- Anlegergleichbehandlung 113, 157
- Anlegerschutz
 - als Bezugspunkt des Inhalts des Schedule 13D 47 f.
 - als Regelungszweck der §§ 21 ff. WpHG 156 ff.
 - als Maßstab für Reformen 343 f.
 - bei fehlerhaften Schedules 13D 72
 - bei fehlerhaften Investorenberichten 304 ff.
- Anteilseignerkontrolle 198 f.
- Aufsichtsrechtliche Anzeigepflichten 197 f.
- BaFin
 - Erzwingung des Investorenberichts 135 f.
 - Übermittlung des Investorenberichts an die 382
- Beneficial Ownership 33 f.
- Berufsfreiheit des Investors 329 ff.
- Beweiserleichterungen
 - bei Verstößen gegen § 27a WpHG 279 ff.
 - im Rahmen von § 826 BGB 318 ff.
- Blue sky laws 12
- Cash-settled-equity-swaps
 - Begriff 38 f.
 - Bedeutung 1 f.
 - Fall CSX Corp. 39 f.
 - siehe auch Finanzinstrumente
- Chromalloy-Entscheidung 50 ff.
- Control transfer hypothesis 27 ff., 159
- Cooling-off-period 64 f., 386 ff.
- Corporate Governance
 - Begriff 184 f.
 - Bedeutung des Investorenberichts 191 f., 347 ff.
 - Erklärung nach § 161 AktG 197, 211, 213
 - europäische Entwicklung 348 f.
 - Förderung durch Aktionärs-aktivismus 185 f.
- Kursrelevanz 31 f.
- siehe auch Stewardship-Code
- Detailgrad des Investorenberichts 47 f., 122
- Eigentumsgarantie 332 f.
- Emittentenschutz
 - als Regelungszweck von § 27a WpHG 166 ff.
 - Anspruch des Emittenten auf das Schedule 13D 24, 71
 - Anspruch des Emittenten auf den Investorenbericht 289 ff.
- Ereignisstudien 27 f.
- Erwerbsverbot 73, 384 f.
- Field-Reform 82 ff.
- Finanzinstrumente
 - als Auslöser der Mitteilungspflichten 38 f., 80 f., 117 f.
 - als Auslöser der Mitteilungspflichten gem. §§ 25 f. WpHG 111 f.
 - als Auslöser der Mitteilungspflicht gem. § 27a WpHG-E 356 f.
 - Begriff 111
 - siehe auch cash-settled-equity-swaps
- Finanzinvestoren
 - Begriff und Abgrenzung zu strategischen Investoren 123 ff., 172 ff.
 - Privilegierung im Schedule 13G 63 f.
 - siehe auch Hedgefonds
 - siehe auch Private-Equity
- Fraud-on-the-market-theory 70, 320 ff.
- Freiwillige Angaben
 - Behandlung *de lege ferenda* 365
 - Grenzen der Zulässigkeit 242 f.
 - Haftung 248 f.
 - Praxisbeispiele 243 ff.
- Frühwarnsystem 17, 162 f.
- Full-disclosure-Prinzip 12, 47 f.
- Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte
 - als Regelungszweck der §§ 21 ff. WpHG 138 ff.
 - als Reformmaßstab 343 f.
- Geheimhaltungsinteressen des Investors 23 ff., 379 f.
- Gewinnabschöpfung 21 f., 68 f.

Haftung

- gem. § 14 WpHG 295 ff.
- gem. § 20a WpHG 300 ff.
- gem. § 826 BGB 308 ff.

Hauptversammlung

- Kompetenzen und Präsenzen 160 f.

Hedgefonds

- Begriff 175 ff.
 - Chancen und Risiken für Fondsanleger und Finanzmärkte 177 ff.
 - Chancen und Risiken für Zielunternehmen 181 ff.
 - siehe auch aktivistische Aktionäre
- Hindsight bias 203

Informal lawmaking 13

Information overload 148 f.

Informationeller Mehrwert

- des Schedule 13D 27 ff.
- der Déclaration d'intention 86
- des Investorenberichts 147 ff.

Informationseffizienzhypothese 139 ff.

Insiderhandel

- Prävention durch Beteiligungs- und Investorentransparenz 169 f.
- Prävention durch Sec. 16(a) SEA 20
- Prävention durch Ad-hoc-Publizität 222

Insiderinformation

- Anlegerinformationen als Insiderinformation 252 ff., 296 f.
- siehe auch Haftung
- siehe auch Insiderhandel

Investor relations 166 f.

Kapitalanteile

- Berücksichtigung in Frankreich 77, 94
- Berücksichtigung in Deutschland 107 f., 358

Kapitalverkehrsfreiheit 338 f.

Kontrolle

- im Sinne von Sec. 13(d) SEA 53 ff.
 - im Sinne von Art. L. 233-3 C. com. 91
- Kontrollprämie 23 ff., 161 ff.

Kriseninduzierte Gesetzgebung 174

Leerverkäufe 176

Legal transplants 4 f.

Leveraged-Buy-out 189 f.

Markt für Unternehmenskontrolle

- Begriff 21 f.
- Dimensionen 26 f.
- Teilkontrollmarkt 22
- Beeinträchtigung durch Transparenz 22 ff.

Mazars-Bericht 349 ff.

Meldefristen

- ten-day-window 15
- für das Schedule 13G 63
- im deutschen Recht 131, 153, 381 f.

MeldeSchwellen

- in den USA 33
- in Frankreich 76
- in Deutschland 116
- *de lege ferenda* 353 ff.
- statutarische 76

Mittelherkunft

- Aufgabe *de lege ferenda* 372
- Kursrelevanz 33, 262 f.
- Offenlegung in den USA 43 ff.
- Offenlegung in Frankreich 89 f.
- Offenlegung in Deutschland 131

Negativpublizität gem. § 27a Abs. 2 WpHG

- Aufgabe *de lege ferenda* 398 f.
- Abschreckungswirkung 284 ff.
- restriktive Auslegung 286 ff.

OGAW-Richtlinie 121

Opting-out gem. § 27a Abs. 3 WpHG

- Aufgabe *de lege ferenda* 360 f.
- gegenwärtige Probleme und Praxiserfahrungen 121 f.

Passive Investoren

- Privilegierung in den USA 49 f., 63 ff.
- Privilegierung in Frankreich 87 f.
- Privilegierung *de lege ferenda* 358 ff.

Persönliche Angaben des Investors 43

Plan-Dogmatik 54 ff.

Prinzipal-Agenten-Konflikt 22, 185

Prisoner's dilemma 16 f.

Private Equity 126 f., 173 ff., 189

Probability-magnitude-test 220 f.

Prognosen

- Begriff 199 ff.
- Haftung 202 f.
- siehe auch Absichtserklärung

- Publizität
 – siehe Transparenz
- Raider 28 f.
- Realisierungswahrscheinlichkeit
 – im Rahmen von § 13 WpHG 219 ff.
 – im Rahmen von § 27a WpHG 224 ff.
- Recht des Investors auf Anonymität 105
- Recht des Investors auf informationelle Selbstbestimmung 329
- Richtlinienkonforme Auslegung 337
- Sanktionen
 – aufsichtsrechtliche 68 f., 99 f., 388 f.
 – strafrechtliche 69, 100, 389
 – zivilrechtliche 70 ff., 97 ff.
 – siehe auch Haftung
 – siehe auch Stimmrechtsverlust
- Schamstrafen 99 f., 284 ff.
- SEC
 – Regelungskompetenzen 13
 – Enforcement 68 f.
- Shotgun Approach 59
- Spekulationsgefahr 154 f.
- Stewardship-Code 348 f.
- Stimmrechtsverlust
 – in den USA 74
 – in Frankreich 97 ff.
 – als Sanktion *de lege ferenda* 390 ff.
- Stimmrechtszurechnung
 – als Auslöser der Mitteilungspflichten 35 ff., 77 ff., 108 ff.
 – als Gegenstand der Mitteilungspflichten 37, 94, 237 ff.
 – als Gegenstand der Mitteilungspflicht gem. § 27a WpHG-E 365 f.
 – siehe auch Absicht im Konzern
- Strategische Investoren
 – Kursrelevanz 260 f.
 – siehe auch Finanzinvestoren
- Streubesitz 165
- Subprime-Krise 178
- Symbolgesetzgebung 325
- Transparenz
 – als primärer Zweck des Kapitalmarktrechts 137 f.
 – Begriff 6
- Transparenzrichtlinie
 – Reformen 337 f., 349 ff.
 – Vereinbarkeit mit § 27a WpHG 336 ff.
- Übernahmeangebote
 – Abstimmung mit § 27a WpHG 118 ff.
 – Regulierung in den USA 16 f., 19 f.
- Übernahmeprämie
 – siehe Kontrollprämie
- Übernahmerecht
 – Absichtserklärung nach § 10 Abs. 1 WpÜG 193, 209, 211 f.
 – Absichtserklärung nach § 11 Abs. 2 WpÜG 194 f., 209, 211 f.
 – Absichtserklärung nach § 27 WpÜG 196
- Umfang des Investorenberichts
 – *de lege ferenda* 361 ff.
 – gegenwärtig 149 f.
- Verhaltensforschung 142 f.
- Verhinderungsverbot 169
- Verstöße
 – Erscheinungsformen und Kategorisierung 275 ff.
 – Nachweis 67 f., 278 ff.
 – siehe auch Haftung und Sanktionen
- Vertrauensgüterthese 158
- Williams Act 16 ff.
- Ziele
 – im Sinne von § 27a WpHG 315 ff.
 – siehe auch Absicht