

PASCAL W. F. BRANDT

# Beteiligungstransparenz bei Finanzinstrumenten

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

83

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

83





Pascal W. F. Brandt

# Beteiligungstransparenz bei Finanzinstrumenten

Ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der  
Beteiligungstransparenz bei Finanzinstrumenten und  
ihrer Rolle in der Übernahmeregulierung

Mohr Siebeck

*Pascal W. F. Brandt*, geboren 1985; Studium der Wirtschaftswissenschaften und Rechtswissenschaft an der Goethe-Universität Frankfurt am Main; 2008 B.Sc. in Wirtschaftswissenschaften; 2010 erstes Juristisches Staatsexamen; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht und Bankrecht der EBS Universität für Wirtschaft und Recht; Referendariat am OLG Frankfurt am Main; 2017 zweites Juristisches Staatsexamen; 2019 Promotion; seit 2018 Rechtsanwalt in Frankfurt am Main.  
orcid.org/0000-0002-6485-043X

D 30

ISBN 978-3-16-159316-1 / eISBN 978-3-16-159317-8  
DOI 10.1628/978-3-16-159317-8

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480  
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

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 die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

## Vorwort

Die Arbeit wurde im Sommersemester 2019 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation angenommen und für die Veröffentlichung aktualisiert. Sie befindet sich auf dem Stand Januar 2020.

Großer Dank gilt meinem verehrten Doktorvater Herrn Prof. Dr. Dres. h.c. *Theodor Baums*, der die Arbeit angeregt und betreut hat. Frau Prof. Dr. *Katja Langenbacher* danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Danken möchte ich auch dem Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft, der die Entstehung der Arbeit mit einem Promotionsstipendium gefördert hat.

Die Arbeit wurde mit dem Baker McKenzie-Preis ausgezeichnet. Hierfür danke ich der Stifterin *Baker & McKenzie Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern mbB*.

Den Herausgebern Herrn Prof. Dr. *Jörn Axel Kämmerer*, Prof. Dr. Dr. h.c. mult *Karsten Schmidt* und Prof. Dr. *Rüdiger Veil* danke ich schließlich für die Aufnahme in die Schriftenreihe.

*Frankfurt, im April 2020*

*Pascal W. F. Brandt*



# Inhaltsübersicht

Vorwort.....	V
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Abkürzungsverzeichnis.....	XXXIII
Tabellen- und Abbildungsverzeichnis.....	XLV
Einleitung.....	1
<i>A. Gegenstand der Untersuchung.....</i>	<i>5</i>
<i>B. Methodik.....</i>	<i>6</i>
<i>C. Untersuchungsgang.....</i>	<i>8</i>
Kapitel 1: Grundlagen.....	9
Abschnitt 1: Grundbegriffe.....	9
<i>A. Mitgliedschaftliches Interesse.....</i>	<i>9</i>
<i>B. Wirtschaftliches Interesse.....</i>	<i>11</i>
<i>C. Proportionalitätsprinzip.....</i>	<i>11</i>
<i>D. Abspaltungsverbot.....</i>	<i>12</i>
<i>E. Finanzinstrumente.....</i>	<i>12</i>
Abschnitt 2: Phänomene und Techniken des hidden (morphable) ownership.....	16
<i>A. Phänomene.....</i>	<i>16</i>
<i>B. Kategorisierung.....</i>	<i>17</i>
<i>C. Unterscheidbarkeit.....</i>	<i>18</i>



<i>D. Techniken</i> .....	18
<i>E. Zwischenbetrachtung zur Abgrenzbarkeit der Phänomene</i> .....	36
 Kapitel 2: Länderberichte.....	 39
 Abschnitt 1: Europäisches Recht.....	 39
<i>A. Europäisches Beteiligungstransparenzregime</i> .....	39
<i>B. Europäische Übernahmeregulierung</i> .....	201
 Abschnitt 2: Vereinigtes Königreich.....	 221
<i>A. Beteiligungstransparenz im Companies Act bis 2006</i> .....	221
<i>B. Insiderrecht des Criminal Justice Act 1993</i> .....	228
<i>C. Beteiligungstransparenzregime in DTR 5</i> .....	234
<i>D. City Code on Takeovers and Mergers</i> .....	252
 Abschnitt 3: Deutschland.....	 290
<i>A. Beteiligungstransparenzregime des Wertpapierhandelsgesetzes</i> .....	290
<i>B. Finanzinstrumente im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz</i> .....	322
 Kapitel 3: Ökonomische Analyse der Beteiligungstransparenz .....	 349
 Abschnitt 1: Corporate Governance .....	 350
<i>A. Länderspezifisch vorherrschende Beteiligungsverhältnisse</i> .....	351
<i>B. Unternehmensspezifische Beteiligungsverhältnisse</i> .....	359
 Abschnitt 2: Markteffizienz .....	 437
<i>A. Allokationseffizienz</i> .....	437
<i>B. Marktliquidität</i> .....	463

Kapitel 4: Vergleichende Analyse und rechtspolitische Vorschläge .....	475
Abschnitt 1: Europäisches Beteiligungstransparenzregime .....	475
<i>A. Historie</i> .....	475
<i>B. Ziele</i> .....	479
<i>C. Konzeption</i> .....	485
<i>D. Inhalt</i> .....	491
Abschnitt 2: Bezüge der Beteiligungstransparenz zur Übernahmeregulierung .....	522
<i>A. Historie</i> .....	522
<i>B. Konzeption</i> .....	522
<i>C. Inhalt</i> .....	523
Schlussbetrachtung .....	537
Literaturverzeichnis .....	539
Sachregister .....	581



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht .....	VII
Abkürzungsverzeichnis .....	XXXIII
Tabellen- und Abbildungsverzeichnis .....	XLV
Einleitung.....	1
<i>A. Gegenstand der Untersuchung</i> .....	5
<i>B. Methodik</i> .....	6
<i>C. Untersuchungsgang</i> .....	8
Kapitel 1: Grundlagen.....	9
Abschnitt 1: Grundbegriffe .....	9
<i>A. Mitgliedschaftliches Interesse</i> .....	9
<i>B. Wirtschaftliches Interesse</i> .....	11
<i>C. Proportionalitätsprinzip</i> .....	11
<i>D. Abspaltungsverbot</i> .....	12
<i>E. Finanzinstrumente</i> .....	12
Abschnitt 2: Phänomene und Techniken des hidden (morphable) ownership.....	16
<i>A. Phänomene</i> .....	16
I. Hidden ownership.....	16
II. Hidden morphable ownership .....	17

<i>B. Kategorisierung</i> .....	17
<i>C. Unterscheidbarkeit</i> .....	18
<i>D. Techniken</i> .....	18
I. Erzeugung wirtschaftlichen Interesses .....	18
1. Swaps.....	18
2. Optionen .....	20
II. Erzeugung mitgliedschaftlichen Interesses .....	22
1. Gegenwärtiges mitgliedschaftliches Interesse.....	22
a) Vorliegen informellen Stimmrechtseinflusses .....	22
b) Faktoren der Hedging-Entscheidung .....	24
c) Ausschlussklauseln in Verträgen über Finanzinstrumente .....	25
d) Marktumfrage der britischen Finanzmarktaufsichts-	
behörde .....	27
e) Stimmrechtseinfluss abhängig von der Handelsplattform.....	28
f) Zwischenbetrachtung .....	28
2. Zukünftiges mitgliedschaftliches Interesse .....	30
a) Erwerbsansprüche und -rechte .....	30
b) Erwerbsmöglichkeiten .....	30
aa) Zugriff auf zu Sicherungszwecken gehaltene Aktien .....	30
bb) Zugriff wegen überlegenen Wissens über das	
Marktangebot .....	33
cc) „Einfrieren“ von Preisen.....	33
(1) Wirtschaftliche Vorwegnahme des Erwerbs .....	33
(2) Wirtschaftliche Vorwegnahme der Veräußerung .....	34
c) Zwischenbetrachtung .....	35
III. Sonstige Gestaltungsziele .....	36
<i>E. Zwischenbetrachtung zur Abgrenzbarkeit der Phänomene</i> .....	36
Kapitel 2: Länderberichte.....	39
Abschnitt 1: Europäisches Recht.....	39
A. <i>Europäisches Beteiligungstransparenzregime</i> .....	39
I. Historie.....	39
1. Ursprünge in der Beteiligungstransparenzrichtlinie von 1988.....	40
2. Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie von 2001 .....	42
3. Ursprüngliche Transparenzrichtlinie von 2004 .....	42
a) Vorarbeiten .....	42

aa) Zweite Konsultation .....	43
bb) Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission .....	44
(1) Anknüpfung an Kapitalquoten .....	44
(2) Meldepflichtigkeit derivativer Finanzinstrumente .....	46
cc) Änderungen des Europäischen Parlaments.....	47
b) Begleitende Rechtsakte .....	49
c) Zwischenbetrachtung .....	49
4. Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie von 2013 .....	51
a) Vorarbeiten .....	51
aa) Positionen beratender Gremien der Europäischen Kommission .....	51
bb) Vorschlag eines „4-Körbe-Modells“ des CESR .....	52
cc) Marktumfrage.....	53
dd) Evaluation und Konsultation.....	54
ee) Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission .....	55
(1) Reform des europäischen Beteiligungstransparenzregimes .....	55
(2) Regulierungsfolgenabschätzung .....	56
ff) Änderungen des Europäischen Parlaments.....	58
b) Begleitende Rechtsakte .....	60
c) Zwischenbetrachtung .....	61
II. Ziele .....	61
1. Ziele der Beteiligungstransparenzrichtlinie .....	61
a) Keine bloße Ergänzung primärmarktrechtlicher Richtlinien .....	62
b) Verbesserung des Anleger- und Funktionsschutzes .....	63
aa) Gesellschaftsrechtliche Ausrichtung .....	64
bb) Fehlender Bezug zur Übernahmeregulierung .....	65
2. Ziele der geänderten Transparenzrichtlinie.....	65
a) Verbesserung des Anleger- und Funktionsschutzes .....	66
aa) Verbesserung und Schutz der Markteffizienz.....	66
bb) Erhöhung und Schutz der Marktliquidität .....	67
cc) Transparenz großer Kapitalbewegungen als weiteres Ziel? .....	70
b) Verbesserung der Corporate Governance .....	70
aa) Ursprüngliche Transparenzrichtlinie.....	71
bb) Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.....	72
3. Zwischenbetrachtung.....	73
III. Konzeption .....	75
1. Lamfalussy-Verfahren .....	75
a) Durchführungsrichtlinie und Delegierte Verordnung .....	76
b) Vereinheitlichung der Rechtsanwendung .....	76
2. Vollharmonisierung.....	77

a) Grundsatz.....	77
b) Ausnahmen .....	78
aa) Ausnahmen im Anwendungsbereich.....	78
(1) Meldeschwellen und Kapitalquote.....	78
(2) Keine ausdrückliche Ausnahme für Zurechnungstatbestände .....	79
(3) Mitteilungs- und Veröffentlichungsverfahren.....	80
(4) Sanktionsordnung.....	80
bb) Vorrang strengerer Anforderungen in der Übernahmeregulierung .....	80
(1) Beteiligungstransparenz als Element der Übernahmeregulierung .....	81
(a) Beispiele .....	82
(aa) Übernahmeregulierung der AIFM-Richtlinie .....	82
(bb) Übernahmeregulierung in den Vereinigten Staaten.....	85
(cc) Übernahmeregulierung in der Schweiz .....	85
(b) Ökonomie .....	85
(2) Schlussfolgerungen aus der Rechtssache „Audiolux“ .....	86
(3) Zwischenbetrachtung .....	87
IV. Inhalt .....	88
1. Tatbestände .....	88
a) Meldepflicht des Art. 9 .....	89
aa) Erfasste Instrumente .....	89
(1) Stimmrechte aus Aktien und aktienvertretende Zertifikate .....	89
(2) Erfassung weiterer Finanzinstrumente? .....	90
bb) Meldeschwellen.....	91
cc) Zurechnung .....	92
(1) Erwerbs-, Veräußerungs- oder Stimmberechtigung? ....	93
(2) Einzelne Zurechnungstatbestände.....	94
(a) Verhaltensabstimmung .....	94
(b) Halten für Rechnung.....	96
(aa) Finanzinstrumente mit Barausgleich .....	96
(bb) Warehousing .....	98
(cc) Wertpapierdarlehen und vergleichbare Geschäfte.....	99
b) Meldepflicht des Art. 13 .....	100
aa) Erfasste Finanzinstrumente.....	101
(1) Übergreifende Anforderungen an Finanz- instrumente .....	102

(a) „Kontrakt oder Vereinbarung“ .....	102
(aa) „Kontrakt“ .....	102
(bb) Vereinbarung .....	103
(cc) Nicht erfasste Sachverhalte .....	103
(b) Unmittelbare oder mittelbare Basiswert- abhängigkeit .....	105
(c) Taugliche Basiswerte .....	106
(aa) Stammaktien .....	106
(bb) Aktienvertretende Zertifikate .....	106
(cc) Vorzugsaktien .....	107
(d) Herausgeschobener Abwicklungszeitpunkt .....	107
(2) Weitere Anforderungen nach Abs. 1	
Unterabs. 1 lit. a und b .....	109
(a) Finanzinstrumente der lit. a .....	109
(aa) Unbedingte Erwerbsansprüche .....	110
(bb) Erwerbsrechte .....	110
(cc) „Bei Fälligkeit“ .....	111
(b) Finanzinstrumente der lit. b .....	112
(aa) Subsidiärer Anwendungsbereich .....	112
(bb) Merkmal „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“ .....	112
(cc) Enge Orientierung an der früheren Rechtslage im Vereinigten Königreich? .....	113
(dd) Gebotenes weites Verständnis des Merkmals .....	116
(ee) Erwerbswahrscheinlichkeit unerheblich .....	117
(ff) Keine teleologische Reduktion für „unbedenkliche“ Finanzinstrumente .....	118
(gg) Zwischenbetrachtung .....	119
(3) Einzelne Finanzinstrumente .....	120
(a) Finanzinstrumente nach Art. 13 Abs. 1b	
Unterabs. 1 .....	120
(aa) Übertragbare Wertpapiere .....	121
(bb) Call-Optionen .....	121
(cc) Put-Optionen .....	122
(dd) Terminkontrakte .....	123
(ee) Swaps .....	123
(ff) Zinsausgleichsvereinbarungen .....	124
(gg) Differenzgeschäfte .....	124
(b) ESMA-Positivliste nach Art. 13 Abs. 1b	
Unterabs. 2 .....	124
(aa) Hybride Finanzinstrumente .....	125
(bb) Warrants .....	127



(cc) Repurchase Agreements und Pensions- geschäfte.....	127
(dd) Wertpapierdarlehen.....	128
(ee) Vorkaufsrechte .....	129
(c) Finanzinstrumente in Aktionärsvereinbarungen ....	130
(aa) Andienungsrechte, Mitverkaufspflichten und -rechte.....	130
(bb) Irrevocable undertakings.....	130
(cc) Mehrzuteilung und Greenshoe-Option, Brownshoe-Option.....	131
(d) Weitere Finanzinstrumente .....	134
(aa) Verfallsvereinbarung beim gewerblichen Pfand .....	134
(bb) Right of rehypothecation und right of use ....	136
(cc) Annahme von Erwerbs- und Übernahmeangeboten .....	137
(dd) Abfindungspflichten .....	138
(ee) Erwerb von Holding-Anteilen .....	139
(4) Ausnahmsweise Gesamtbetrachtung von mehreren Finanzinstrumenten bei Realerfüllung .....	140
(a) Reziproke Erwerbsrechte .....	140
(b) Optionsstrategien .....	141
bb) Direktes und indirektes Halten.....	142
(1) Direktes Halten als Anspruchsberechtigung .....	142
(2) Indirektes Halten .....	143
(a) Analoge Anwendung von Art. 10 lit. e und g .....	143
(aa) Konzernzurechnung .....	144
(bb) Halten für Rechnung.....	145
(b) Anwendung weiterer Zurechnungstatbestände? ....	145
(aa) Abgestimmter Parallelerwerb.....	145
(bb) Ausübungsbevollmächtigung .....	146
(cc) Nießbrauch .....	147
cc) Meldeschwellen.....	147
(1) Verweis auf Art. 9 Abs. 1 .....	147
(2) „Rollen“ von Positionen.....	147
c) Meldepflicht des Art. 13a.....	148
aa) Selbstständige Meldepflicht für die Gesamtposition .....	148
bb) Sonderfragen .....	151
(1) Neumitteilung bei „Umschichtung“ nach Realerfüllung .....	151
(2) Finanzinstrumente auf bereits zugerechnete Stimmrechte aus Aktien .....	151
2. Ausnahmen .....	152

a)	Ausnahmetatbestände.....	152
aa)	Clearing und Settlement .....	152
bb)	Market Making.....	153
cc)	Stabilisierungsmaßnahmen und Rückkaufprogramme.....	153
dd)	Handelsbestand.....	154
	(1) Handelsbuch-Begriff der CRD .....	154
	(2) Abgrenzungsmerkmale.....	155
	(a) Positionen, die mit Handelsabsicht gehalten werden .....	156
	(aa) Eigengeschäfte.....	157
	(bb) Kundenbetreuung.....	157
	(cc) Market Making .....	157
	(b) Positionen, die zu Hedging-Zwecken gehalten werden .....	158
	(3) Handelsbestand bei Finanzinstrumenten.....	158
	(a) Unklare Reichweite der Verordnungs- ermächtigung .....	158
	(b) Merkmale von client-serving transactions.....	159
	(4) Keine Einflussnahme auf den Emittenten .....	160
	(5) Einzelfälle.....	160
	(a) Beteiligungsaufbau .....	160
	(aa) Einbindung in die Beteiligungsaufbau- strategie eines Kunden .....	160
	(bb) Absicherung von short-Positionen .....	162
	(b) Wertpapierdarlehen und vergleichbare Geschäfte.....	162
b)	Aggregationsregeln.....	162
aa)	Vertikale Aggregation bei Konzernen.....	162
bb)	Horizontale Aggregation mit Art. 13 .....	163
3.	Berechnung .....	164
a)	Art. 9, 10.....	164
b)	Art. 13 .....	164
aa)	Positionsberechnung.....	164
	(1) Bei Realerfüllung .....	165
	(2) Bei Barausgleich .....	165
	(a) Delta-Äquivalent bei linearem, symmetrischem Auszahlungsprofil.....	166
	(b) Delta-Äquivalent bei nicht-linearem, asymmetrischem Auszahlungsprofil.....	167
	(c) Standard-Bepreisungsmodell .....	167
	(d) Finanzökonomischer Hintergrund der Delta- adjustierten Berechnungsmethode.....	168

(aa) Optionspreismodell von Black/Scholes (1973).....	169
(bb) Binomialbaum-Modell von Cox et al. (1979).....	171
(cc) Risikoneutrale Bewertungsmethode.....	173
(dd) Sensitivität des Delta.....	174
(e) Beispielsimulationen zur Delta-adjustierten Berechnungsmethode.....	178
(f) Zwischenbetrachtung.....	182
(3) „Quasi“-Ausnahme für Basket- und Index- Instrumente.....	183
bb) Kumulation.....	185
cc) Verrechnung.....	185
(1) Grundsätzliches Nettingverbot.....	185
(2) Ausnahmen.....	186
dd) Zeitpunkt.....	187
c) Art. 13a.....	187
4. Rechtsfolgen.....	187
a) Stimmrechtsmitteilungen.....	188
aa) Inhalt.....	188
(1) Art. 9, 10.....	188
(2) Art. 13.....	188
(3) Art. 13a.....	189
(4) Musterformular der ESMA.....	189
bb) Mitteilungsfrist.....	190
cc) Befreiungen und Ausnahmen.....	190
(1) Abgabe durch Mutterunternehmen.....	190
(2) Zurechnungsausnahme für Verwaltungs- gesellschaften.....	190
(3) Zurechnungsausnahme für Wertpapierfirmen.....	191
b) Veröffentlichung.....	192
5. Sanktionen.....	192
a) Hintergrund der Mindestharmonisierung.....	192
b) Sanktionsordnung.....	194
aa) Personeller Anwendungsbereich.....	194
bb) Sachlicher Anwendungsbereich.....	194
cc) Mindestvorgaben für einzelne Sanktionsinstrumente.....	194
(1) Öffentliche Rüge und Veröffentlichung von Entscheidungen (naming and shaming).....	195
(a) Repressives naming and shaming.....	195
(b) Präventives naming and shaming.....	195
(2) Beseitigungs- und Unterlassungsanordnung.....	197
(3) Bußgeld.....	197

(a) Maximale Bußgeldhöhe .....	197
(b) Bemessungskriterien .....	198
(c) Gewinnabschöpfung .....	198
(4) Stimmrechtssuspendierung .....	199
c) Einfluss der ESMA auf die Rechtsdurchsetzung .....	200
<b>B. Europäische Übernahmeregulierung.....</b>	<b>201</b>
I. Historie.....	201
II. Konzeption .....	202
III. Ziele .....	203
IV. Inhalt .....	204
1. Informationspflichten .....	204
a) Beteiligungstransparenz in der Angebotsunterlage.....	205
b) Beteiligungstransparenz im Lagebericht von Zielgesellschaften .....	205
aa) Zusammenspiel mit der Durchbrechungsregel .....	206
bb) Transparenz von Disproportionalitäten .....	207
c) Zwischenbetrachtung .....	209
2. Pflichtangebotsregel .....	209
a) Ziele.....	209
b) Kontrollerlangung .....	210
aa) Transparenz der Kontrollerlangung .....	210
bb) Vermeidung der Angebotspflicht durch Finanzinstrumente .....	211
cc) Reformfragen .....	212
(1) Notwendigkeit einer Angebotspflicht .....	212
(2) Definition des Kontrollbegriffs .....	214
(3) Regulierung der Phänomene low balling und creeping-in .....	214
(a) Allgemeines .....	215
(b) Einsatz derivativer Finanzinstrumente .....	216
c) Gleichpreisregeln.....	217
aa) Keine Preisbindung derivativer Finanzinstrumente.....	217
bb) Transaktionstransparenz .....	217
3. Abwehrmaßnahmen.....	218
4. Squeeze-out-Regel .....	219
 <b>Abschnitt 2: Vereinigtes Königreich.....</b>	 <b>221</b>
<b>A. Beteiligungstransparenz im Companies Act bis 2006.....</b>	<b>221</b>
I. Historie.....	222

II. Inhalt .....	224
1. Aufgehobenes Beteiligungstransparenzregime .....	224
a) Erfassung von derivativen Finanzinstrumenten .....	225
b) Überholte Reformvorschläge .....	226
2. Aktionärsidentifikation.....	227
 B. <i>Insiderrecht des Criminal Justice Act 1993</i> .....	228
I. Inhalt .....	229
1. Criminal Justice Act 1993 .....	229
2. Parallelregelung im aufgehobenen Code of Market Conduct .....	231
II. Zwischenbetrachtung .....	233
 C. <i>Beteiligungstransparenzregime in DTR 5</i> .....	234
I. Historie.....	234
1. Umsetzung der ursprünglichen Transparenzrichtlinie .....	234
2. Erfassung von CfDs .....	235
3. Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.....	237
II. Inhalt .....	238
1. Heutige Rechtslage.....	238
a) Tatbestände.....	239
aa) Meldepflicht für Aktien und aktienvertretende Zertifikate.....	239
(1) Erfasste Instrumente.....	239
(2) Meldeschwellen .....	239
(3) Zurechnung .....	239
bb) Meldepflicht für derivative Finanzinstrumente .....	240
cc) Meldepflicht für die Gesamtposition.....	240
b) Berechnung.....	240
c) Rechtsfolgen .....	240
d) Sanktionen .....	241
aa) Bußgeld .....	242
bb) Naming and shaming .....	242
(1) Repressives naming and shaming .....	242
(2) Präventives naming and shaming .....	243
cc) Stimmrechtssuspendierung .....	244
(1) Sachlicher Anwendungsbereich.....	244
(2) Personeller Anwendungsbereich.....	245
(3) Reichweite .....	245
dd) Anordnungsbefugnisse .....	245
ee) Vorteilsabschöpfung.....	246
2. Frühere Rechtslage.....	246
a) Tatbestände.....	246

b) Ausnahmen .....	248
aa) Ausnahme für client-serving intermediaries.....	248
bb) Ausnahme für Bezugsrechte .....	249
cc) Konzernausnahme .....	249
dd) Ausnahme für Aktienkörbe und -Indizes .....	250
c) Berechnung.....	250
III. Zwischenbetrachtung .....	251
<i>D. City Code on Takeovers and Mergers .....</i>	<i>252</i>
I. Historie.....	252
1. Reform nach dem Fall Trafalgar House/ Northern Electric (1995) in 1996.....	253
2. Große Reform im Jahr 2006 .....	254
a) Offenlegungsfragen.....	256
aa) Positions- und Transaktionsmitteilungen für Finanzinstrumente .....	256
bb) Abschaffung der SARs .....	257
b) Kontrollfragen .....	259
II. Ziele .....	260
III. Inhalt .....	260
1. Prinzipien.....	260
2. Definitionen .....	261
a) Derivative .....	261
b) Interests in securities.....	262
aa) Grundsätzliche Reichweite .....	262
(1) Erfasste Sachverhalte .....	262
(a) Einzelpositionen .....	262
(b) Erwerbsbegriff.....	263
(2) Beschränkung auf ausgegebene Aktien .....	263
bb) Ausnahmen.....	263
(1) Wertpapierdarlehensgeschäfte.....	263
(2) Irrevocable commitments .....	264
(3) Sicherungsinstrumente .....	264
cc) Berechnung .....	264
(1) Einzelpositionen.....	265
(2) Verrechnung.....	265
c) Dealings.....	265
3. Pflichten.....	267
a) Vorangebotsphase.....	267
aa) Offenlegungspflichten .....	267
(1) Ankündigung von (potentiellen) Übernahme- angeboten.....	267

(a) Tatbestände.....	268
(aa) Endgültige Entscheidung über die Angebotsabgabe.....	268
(bb) Überschreiten der Kontrollschwelle .....	268
(cc) Übernahmegerüchte und außergewöhnliche Preisbewegungen .....	268
(b) Rechtsfolgen .....	270
(2) Offenlegung von irrevocable commitments .....	270
(3) Ankündigung der endgültigen Entscheidung zur Angebotsabgabe .....	271
bb) Insiderverbote.....	272
b) Angebotsphase.....	272
aa) Veräußerungs- und Erwerbsverbote.....	272
(1) Veräußerungsverbot .....	272
(2) Erwerbsbeschränkungen und -verbote .....	273
(a) Erwerbsbeschränkungen .....	273
(aa) Beschränkung auf Handelsplattformen mit Vorhandelstransparenz .....	273
(bb) Einwerben von irrevocable commitments .....	273
(cc) Sonderregel für Wertpapierdarlehens- geschäfte.....	273
(b) Echte Erwerbsverbote .....	274
(aa) Grundsätzliches Verbot der Erreichung der Kontrollschwelle.....	274
(bb) Ausnahmen .....	274
bb) Informationspflichten .....	275
(1) Offenlegung von irrevocable commitments .....	276
(2) Positions- und Transaktionsmitteilungspflichten .....	276
(a) Tatbestände.....	276
(aa) Eingangspositionsmitteilungen .....	276
(bb) Transaktionsmitteilungen.....	277
(b) Ausnahmen.....	278
(aa) Intermediäre, die im Kundenauftrag handeln .....	278
(bb) Eigenhändler.....	279
(cc) Fondsmanager.....	279
(c) Berechnung.....	280
(d) Rechtsfolgen .....	280
(aa) Fristen.....	280
(bb) Inhalt von Veröffentlichungen .....	281
(3) Beteiligungstransparenz in der Angebotsunterlage .....	283
(4) Wasserstandsmitteilungen .....	284
cc) Gleichpreisregeln.....	285

(1) Vor- und Parallelerwerbe .....	285
(2) Zeitpunkt.....	286
(3) Barangebotspflicht .....	286
dd) Pflichtangebotsregeln .....	287
(1) Kontrollerlangung .....	287
(a) Finanzinstrumente auf junge Aktien .....	287
(b) Wertpapierdarlehensgeschäfte .....	288
(c) Settlement.....	289
(2) Preisregeln .....	289
Abschnitt 3: Deutschland .....	290
A. <i>Beteiligungstransparenzregime des Wertpapierhandelsgesetzes</i> .....	290
I. Historie.....	290
1. Zweites Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 .....	292
2. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz von 2002 .....	293
3. Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz von 2007 .....	293
4. Risikobegrenzungs-gesetz von 2008 .....	294
5. Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungs- gesetz von 2011.....	296
6. Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie- Umsetzungsgesetz von 2015.....	298
7. Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz von 2017.....	298
II. Ziele .....	299
III. Inhalt .....	300
1. Tatbestände .....	300
a) Meldepflicht für Stimmrechte aus Aktien .....	300
aa) „Gehören“ .....	300
(1) Verpflichtungsgeschäft.....	301
(2) Verfügungsgeschäft.....	302
bb) Zurechnung .....	303
(1) Gleichlauf mit § 30 WpÜG .....	303
(2) Zurechnung bei abgestimmtem Verhalten .....	305
(3) Zurechnung bei dinglichen Erwerbsrechten.....	306
b) Meldepflicht für „Instrumente“ .....	307
aa) Instrumente-Begriff .....	308
bb) Vorrang der Zurechnung.....	309
c) Meldepflicht für die Gesamtposition .....	309
aa) Auslöser .....	309
bb) „Umschichtung“ von Einzelpositionen .....	311
d) Strategiemitteilung.....	312



2. Ausnahmen .....	312
3. Berechnung .....	313
4. Rechtsfolgen .....	313
5. Sanktionen .....	315
a) Bußgeld .....	315
b) Veröffentlichung von Entscheidungen (naming and shaming) .....	316
c) Rechtsverlust .....	317
aa) Verletzung von §§ 33, 34 WpHG.....	318
bb) Verletzung von §§ 38, 39 WpHG.....	318
(1) Dem Meldepflichtigen „gehörende“ Aktien.....	319
(a) Abweichender Begriff des „Gehörens“ .....	319
(b) Erwerb „aufgrund“ eines Instruments?.....	319
(aa) Bei Realerfüllung.....	320
(bb) Bei Barausgleich.....	320
(2) Dauer des Rechtsverlusts.....	321
d) Anordnungsbefugnisse.....	322
e) Vorteilabschöpfung.....	322
<i>B. Finanzinstrumente im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.....</i>	<i>322</i>
I. Historie.....	322
II. Inhalt .....	323
1. Pflichten.....	323
a) Vorangebotsphase.....	323
aa) Anwendbarkeit der §§ 33–47 WpHG.....	324
bb) Pflichten zur Ankündigung von Erwerbs- und Übernahmeangeboten .....	324
(1) Ankündigung freiwilliger Erwerbs- und Übernahmeangebote.....	324
(2) Ankündigung von Pflichtangeboten .....	326
b) Angebotsphase.....	326
aa) Positions- und Transaktionstransparenz in der Angebotsunterlage.....	326
(1) Positionstransparenz.....	326
(a) Positionen.....	327
(aa) Gehaltene Wertpapiere und Stimmrechte sowie zugerechnete Stimmrechte .....	327
(bb) Instrumente nach § 38 WpHG.....	328
(cc) Gesamtposition nach § 39 WpHG.....	329
(b) Befreiung.....	329
(2) Transaktionstransparenz.....	330

bb) Positions- und Transaktionstransparenz in der Angebotsphase .....	330
(1) Positionsmitteilungen .....	330
(a) Positionen .....	331
(aa) § 23 Abs. 1 Satz 1 WpÜG .....	331
(bb) §§ 23 Abs. 1 Satz 2 i.V.m. 31 Abs. 6 WpÜG .....	331
(b) Befreiung .....	332
(c) Zeitpunkte .....	333
(2) Transaktionsmitteilungen .....	334
cc) Wasserstandsmitteilungen .....	334
dd) Gleichpreisregeln .....	335
(1) Preisbindungszeiträume .....	335
(a) Vorerwerbszeitraum .....	336
(b) Parallelerwerbszeitraum .....	336
(c) Nacherwerbszeitraum .....	336
(2) Erwerbsebegriff .....	337
(a) Grundsätzlich maßgeblicher dinglicher Erwerb .....	337
(b) Gleichgestellte Sachverhalte .....	337
(aa) Futures, Forwards und Optionen .....	338
(bb) Wandel- und Optionsschuld- verschreibungen .....	338
(cc) Originäre Bezugsrechte .....	340
(dd) Irrevocable commitments .....	340
(c) Zeitpunkt .....	340
(d) Berechnung .....	342
(aa) Call-Optionen .....	342
(bb) Wandel- und Optionsschuld- verschreibungen .....	343
ee) Pflichtangebotsregel .....	344
(1) Kontrollerlangung .....	344
(a) Low ballig und creeping-in .....	345
(b) Stimmrechtszurechnung .....	345
(2) Preisregeln .....	346
2. Sanktionen .....	347
a) Rechtsverlust .....	347
b) Bußgeld .....	347

Kapitel 3: Ökonomische Analyse der Beteiligungstransparenz .....	349
Abschnitt 1: Corporate Governance .....	350
A. <i>Länderspezifisch vorherrschende Beteiligungsverhältnisse</i> .....	351
I. Empirie.....	351
II. Theorie .....	353
1. Individuelle Optimalität .....	353
2. Politische Theorie .....	354
3. Minderheitenschutz .....	354
4. Pfadabhängigkeit.....	355
5. Schutz privater Kontrollvorteile .....	356
6. Selbstregulierung .....	357
7. Einordnung.....	357
B. <i>Unternehmensspezifische Beteiligungsverhältnisse</i> .....	359
I. Beteiligungstransparenz und Corporate Governance der Publikumsgesellschaft .....	361
1. Probleme .....	361
2. Lösungen.....	363
a) Aktionärskommunikation.....	363
b) Aktionärsaktivismus .....	364
aa) Theorie .....	364
(1) Alternativität von voice und exit .....	365
(2) Exit as voice.....	366
(3) Funktionen der Beteiligungstransparenz.....	367
(a) Beteiligungsaufbau .....	367
(b) Beteiligungsabbau.....	368
bb)Empirie.....	369
(1) Traditionelle institutionelle Investoren .....	371
(2) Hedgefondsaktivismus .....	372
(a) Vereinigte Staaten.....	373
(b) Europa, insbesondere Deutschland.....	379
(c) Zwischenbetrachtung .....	382
(3) Hedgefonds als Übernahmekatalysatoren .....	385
c) Unternehmensübernahmen .....	386
aa) Private Kontrollvorteile .....	387
(1) Begriff.....	387
(2) Empirie .....	388

(a)	Pakettransaktionen .....	388
(b)	Dual-Class-Strukturen.....	389
(c)	Zwischenbetrachtung .....	389
bb)	Übernahmemotive .....	389
(1)	Erklärungshypothesen .....	390
(a)	Disziplinierung des Managements .....	390
(b)	Synergien.....	392
(c)	Missmanagement .....	393
(aa)	Hybris des Managements .....	393
(bb)	Free-Cash-Flow und Empire-Building .....	395
(d)	Umverteilung .....	396
(2)	Übergreifende Studien.....	396
(3)	Zwischenbetrachtung .....	398
cc)	Übernahmepremien .....	399
(1)	Empirie .....	399
(a)	Höhe von Übernahmepremien.....	399
(b)	Mark-up pricing durch Beteiligungs- transparenz?.....	401
(2)	Theorie.....	403
(a)	Trittbrettfahrerproblem .....	403
(aa)	Freiwilliger „Ausbeutungsmechanismus“ .....	404
(bb)	Squeeze-out .....	405
(cc)	Sockelbeteiligungen.....	406
(dd)	Wechselwirkung mit dem Problem des Annahmedrucks .....	407
(ee)	Zwischenbetrachtung .....	409
(b)	Echte oder vermutete Konkurrenz.....	410
(aa)	Theorie .....	410
(bb)	Empirie.....	415
(cc)	Zwischenbetrachtung .....	417
(dd)	Strategische Vorteile.....	418
(ee)	Förderungswürdigkeit von Konkurrenz.....	420
(ff)	Übertragung auf hidden (morphable) ownership .....	422
(c)	Abwehrmaßnahmen .....	424
dd)	Pflichtangebotsregel .....	425
(1)	Marktregel.....	425
(2)	Effizienzwirkung der Pflichtangebotsregel.....	426
(3)	Funktionen der Beteiligungstransparenz.....	427
(a)	Ex-ante-Funktionen .....	427
(aa)	Allgemeine Funktionen.....	428
(bb)	Funktionen bei low-balling und creeping-in.....	430

(b) Ex-post-Funktionen .....	430
ee) Zwischenbetrachtung .....	431
II. Beteiligungstransparenz und Corporate Governance	
der kontrollierten Gesellschaft .....	432
1. Probleme .....	432
a) Überwachung des Kontrollaktionärs .....	432
b) Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip .....	432
2. Lösung .....	433
a) Minderheitenschutzrechte .....	434
b) Minderheitenaktivismus .....	434
c) Funktionen der Beteiligungstransparenz .....	435
 Abschnitt 2: Markteffizienz .....	 437
A. Allokationseffizienz .....	437
I. Beteiligungstransparenz und Preisbildungsmechanismus .....	439
1. Informationsgehalt von Stimmrechtsmitteilungen .....	440
a) Theorie .....	440
aa) Vermögensrechte .....	440
bb) Mitverwaltungsrechte .....	441
cc) Illiquiditätsprämie .....	442
b) Empirie .....	442
aa) Informations- oder Handelseffekt? .....	442
bb) Veränderung der Beteiligungshöhe .....	444
cc) Identität und Reputation des Mitteilungspflichtigen .....	445
c) Zwischenbetrachtung .....	445
2. Schutz des Preisbildungsmechanismus .....	446
a) „Ob“ der Beteiligungstransparenz .....	446
aa) Schutzwürdige Informationsproduktion .....	446
(1) Preisbildung während des Übernahmeprozesses .....	447
(2) Preisbildung auf den Terminmärkten .....	450
bb) Zwischenergebnis .....	451
b) „Wie“ der Beteiligungstransparenz .....	451
aa) Gefahr eines information overload .....	451
bb) Informationsfilter .....	452
(1) Tatbestand .....	453
(a) Regelungsansätze im Vergleich .....	454
(aa) Regelbasierter Vorschlag .....	455
(bb) Prinzipienbasierter Vorschlag .....	456
(cc) Einordnung .....	457
(b) Abschreckungswirkung .....	458

(c) Zwischenbetrachtung .....	458
(2) Ausnahmen .....	459
(3) Meldeschwellen .....	459
(4) Berechnung .....	459
(5) Rechtsfolgen .....	460
II. Zwischenbetrachtung .....	462
<i>B. Marktliquidität</i> .....	463
I. Auswirkungen der Marktliquidität .....	464
1. Illiquiditätsprämie .....	464
2. Verringerung der Kapitalkosten von Emittenten .....	466
II. Funktionen der Beteiligungstransparenz .....	466
1. Ergänzung der Vor- und Nachhandelstransparenz .....	466
2. Bezug zum Marktmissbrauchsrecht .....	467
a) Marktmanipulationsverbot .....	468
aa) Stock parking .....	468
bb) Cornering und short squeezing .....	468
b) Insiderhandelsverbot .....	470
aa) Effizienzwirkung des Insiderhandelsverbotes .....	470
bb) Exkurs: Beteiligungsaufbau und Insider-	
handelsverbot .....	471
(1) Erwerb von Aktien .....	471
(2) Erwerb derivativer Finanzinstrumente .....	472
3. Zwischenbetrachtung .....	473
<b>Kapitel 4: Vergleichende Analyse und rechtspolitische</b>	
<b>Vorschläge .....</b>	<b>475</b>
<b>Abschnitt 1: Europäisches Beteiligungstransparenzregime .....</b>	<b>475</b>
<i>A. Historie</i> .....	475
I. Unterschiedliche Zielsetzungen und Konvergenz .....	476
II. Unberücksichtigte insiderrechtliche Lösung .....	477
III. Konzept zur Erfassung derivativer Finanzinstrumente .....	478
<i>B. Ziele</i> .....	479
I. Richtlinienziele .....	479
II. Wesentliche Ergebnisse der ökonomischen Analyse .....	480
III. Weiteres Vorgehen .....	485

C. Konzeption.....	485
I. Tatbestandskonzeption .....	486
1. Regelungsproblem der Äquivalenz.....	486
2. Anknüpfung primär an long-Positionen.....	487
3. Problem der „Überinklusivität“ .....	488
II. Ausnahmen vom Grundsatz der Vollharmonisierung .....	488
1. Meldedichte .....	489
2. Aushebelung durch Übernahmeregulierung.....	490
D. Inhalt .....	491
I. Tatbestände .....	492
1. Instrumente .....	492
a) Anknüpfung an das Verpflichtungsgeschäft .....	492
b) Nicht erfasste derivative Finanzinstrumente.....	493
aa) Wandel- und Optionsschuldverschreibungen .....	493
bb) Bezugsrechte .....	495
cc) Vorzugsaktien als Basiswert .....	496
2. Meldeschwellen .....	497
a) Eingangsmeldeschwelle .....	497
b) Meldedichte .....	499
3. Zurechnung .....	500
4. Aggregation .....	501
II. Ausnahmen.....	502
1. Fehlende Flexibilität.....	502
a) Seitenblick in die Schweiz .....	503
b) Zwischenbetrachtung .....	504
2. Fortentwicklung der Ausnahme für client-serving transactions .....	505
III. Berechnung.....	506
1. Berechnungsmethode .....	506
a) Zusammenspiel mit der Meldedichte.....	506
aa) Konzeptionelle Unterschiede .....	507
bb) Gestaltungsoptionen .....	507
b) Delta-adjustierte Berechnung nur bei Barausgleich.....	508
2. Verrechnung.....	509
IV. Rechtsfolgen.....	510
V. Sanktionen.....	511
1. Rechtsverlust.....	512
a) „Ob“ des Rechtsverlusts.....	513
aa) Grundsätzliche Eignung des Rechtsverlusts.....	513
bb) Erfasste Rechte.....	514
(1) Mitgliedschaftliches Interesse .....	514

(2) Wirtschaftliches Interesse.....	516
(3) Zwischenbetrachtung .....	516
b) „Wie“ des Rechtsverlusts.....	517
aa) Modalitäten der Stimmrechtssuspendierung.....	517
(1) Ausgestaltung als verwaltungsrechtliche Maßnahme .....	517
(2) Ziel der Anordnungsbefugnis .....	518
(3) Ermessensleitende Kriterien .....	519
bb) Suspendierung bei Finanzinstrumenten.....	520
2. Ergebnis.....	520

## Abschnitt 2: Bezüge der Beteiligungstransparenz zur Übernahmeregulierung..... 522

A. <i>Historie</i> .....	522
B. <i>Konzeption</i> .....	522
C. <i>Inhalt</i> .....	523
I. Vorangebotsphase.....	523
II. Angebotsphase.....	524
1. Positions- und Transaktionstransparenz.....	524
a) Eingangspositionsmitteilungen .....	524
aa) Verpflichtete.....	524
bb) Instrumente und Positionen .....	525
(1) Long-Positionen.....	525
(2) Short-Positionen.....	526
cc) Einordnung .....	526
b) Transaktionsmitteilungen.....	528
2. Wasserstandsmitteilungen .....	529
3. Gleichpreisregeln und Pflichtangebotsregel.....	529
a) Vorwegnahme des Erwerbs als Leitlinie .....	529
b) Gleichpreisregeln.....	529
aa) Preisbindende Instrumente.....	530
(1) Put-Optionen.....	530
(2) Durch Barausgleich abzuwickelnde derivative Finanzinstrumente.....	530
bb) Auslöser der Preisbindung.....	531
cc) Preisberechnung .....	532
c) Pflichtangebotsregel.....	532
aa) Gleichlauf mit § 33 Abs. 3 WpHG.....	533
bb) Auslösen durch derivative Finanzinstrumente.....	534
III. Nachangebotsphase .....	536



Schlussbetrachtung .....	537
Literaturverzeichnis.....	539
Sachregister.....	581

## Abkürzungsverzeichnis

2. FFG	Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz)
2. FiMaNoG	Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz)
a.A.	andere Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.F.	alte Fassung
a.M.	am Main
Abb.	Abbildung
ABIEG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
ABIEU	Amtsblatt der Europäischen Union
ABIEWG	Amtsblatt der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AIFM-Richtlinie	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
Annual Rev. Fin. Econ.	Annual Review of Financial Economics
AnsFuG	Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)
Art.	Artikel

AS	Amtliche Sammlung
Aufl.	Auflage
B. C. Int'l & Comp. L. Rev.	Boston College International and Comparative Law Review
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BBl.	Bundesblatt
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründer / Begründung
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Börsengesetz
Bell J. Econ.	Bell Journal of Economics
Berkeley Bus. L.J.	Berkeley Business Law Journal
Beteiligungstransparenzrichtlinie	Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundesrates
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
BT-PIPr.	Plenarprotokoll des Deutschen Bundestages
Bus. Lawyer	The Business Lawyer
Business History Rev.	Business History Review
bzw.	beziehungsweise
C&SLJ	Company & Security Law Journal
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cambridge L. J.	Cambridge Law Journal
Cap. U. L. Rev.	Capital University Law Review
Capital Markets L. J.	Capital Markets Law Journal
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Cath. U. L. Rev.	Catholic University Law Review
CESR	Committee of European Securities Regulators
CfD	Contract for Difference
CFL	Corporate Finance Law
CFS	Center for Financial Studies
City Code	City Code on Takeovers and Mergers
CJEL	Columbia Journal of European Law

Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Common Market L. Rev.	Common Market Law Review
CRD	Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012
CRR II	CRR in der Fassung der Verordnung (EU) 2019/876 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 in Bezug auf die Verschuldungsquote, die strukturelle Liquiditätsquote, Anforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten, das Gegenparteiausfallrisiko, das Marktrisiko, Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien, Risikopositionen gegenüber Organismen für gemeinsame Anlagen, Großkredite, Melde- und Offenlegungspflichten und der Verordnung (EU) Nr. 648/2012
d. Verf.	der Verfasser
d.h.	das heißt
DAV	Deutscher Anwaltsverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
Delegierte Verordnung (EU) 2015/761	Delegierte Verordnung (EU) 2015/761 der Kommission vom 17. Dezember 2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf bestimmte technische Regulierungsstandards für bedeutende Beteiligungen, C/2014/9656
DerivateV	Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten, Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften in Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch
ders.	derselbe
dies.	dieselbe / dieselben
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTI	Department of Trade and Industry
DTR	Disclosure Rules and Transparency Rules

Duke L. J.	Duke Law Journal
EBF	European Banking Federation
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
ECB	European Central Bank
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGF	European Corporate Governance Forum
ecgi	european corporate governance institute
ECMH	efficient capital markets hypothesis
EER	European Economic Review
EFM	European Financial Management
EFTA	European Free Trade Association
endg.	endgültig
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission
ESME	European Securities Markets Experts Group
et al.	et alii / et aliae
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
Eur. J. Law Econ.	European Journal of Law and Economics
Europ. Econ. Rev.	European Economic Review
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FEEM	Fondazione Eni Enrico Mattei
ff.	fortfolgende
Fin. Analysts J.	Financial Analysts Journal
Fin. Rev.	Financial Review
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz)

FinfraV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
Fn.	Fußnote
FrankfKomm-WpÜG	Frankfurter Kommentar zum WpÜG
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSMA 2000	Financial Services and Markets Act 2000
Ga. L. Rev.	Georgia Law Review
geänderte Transparenzrichtlinie	Richtlinie 2004/109/EG in der Fassung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
geänderte Transparenzrichtlinie-Durchführungsrichtlinie	Richtlinie 2007/14/EG in der Fassung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
German L.J.	German Law Journal
GesKR	Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GG	Grundgesetz
GMSLA 2010	Global Master Securities Lending Agreement 2010
GP	General Principle
GroßKomm-HGB	Großkommentar zum HGB
GS	Gedächtnisschrift
h.M.	herrschende Meinung
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. J. on Legis.	Harvard Journal on Legislation
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HdB	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
Hs.	Halbsatz
i.d.F.	in der Fassung
i.E.	im Ergebnis
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
insb.	Insbesondere
Insiderrichtlinie	Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte
IRFA	International Review of Financial Analysis

IRLE	International Review of Law and Economics
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Corporation L.	Journal of Corporation Law
J. Fin. Intermediation	Journal of Financial Intermediation
J. Manag. Gov.	Journal of Management & Governance
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
JACF	Journal of Applied Corporate Finance
JBFB	Journal of Banking & Finance
JBFA	Journal of Business Finance & Accounting
JBL	Journal of Business Law
JBR	Journal of Banking & Finance
JEL	Journal of Economic Literature
JEMS	Journal of Economics & Management Strategy
JEP	Journal of Economic Perspectives
JF	Journal of Finance
JFE	Journal of Financial Economics
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JIBLR	Journal of International Banking Law and Regulation
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
JLE	Journal of Law & Economics
JLEO	Journal of Law, Economics, and Organization
JöR	Jahrbuch des Öffentlichen Rechts der Gegenwart
JPE	Journal of Political Economy
jurisPR-HaGesR	juris PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht
JZ	Juristen-Zeitung
Kap.	Kapitel
Kapitalmarktpublizi- tätsrichtlinie	Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen
KMG	Kapitalmarktgesetze
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KölnKomm-AktG	Kölner Kommentar zum AktG
KölnKomm-WpHG	Kölner Kommentar zum WpHG
KölnKomm-WpÜG	Kölner Kommentar zum WpÜG
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KWG	Kreditwesengesetz
Leerverkaufsverord- nung	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps
Lfg.	Lieferung
LFMR	Law and Financial Markets Review

LG	Landgericht
li. Sp.	Linke Spalte
lit.	Littera
m.w.Nachw.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Market Abuse Regulation im Code of Market Conduct des FCA-Handbook
Marktmiss- brauchsrichtlinie von 2003	Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)
Marktmiss- brauchsrichtlinie von 2014	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie)
Marktmiss- brauchsverordnung	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission
McGill L.J.	McGill Law Journal
MDE	Managerial and Decision Economics
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
MLR	Modern Law Review
MünchKomm-AktG	Münchener Kommentar zum AktG
MünchKomm-BGB	Münchener Kommentar zum BGB
MünchKomm- BilanzR	Münchener Kommentar zum Bilanzrecht
MünchKomm-HGB	Münchener Kommentar zum HGB
N.C. L. Rev.	North Carolina Law Review
N.C.J. Int'l L. & Com. Reg.	North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation
N.Y.U. Ann. Surv. Am. L.	N.Y.U. Annual Survey of American Law
N.Z.L.R.	New Zealand Law Reports



NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No / No.	Number
Nr.	Nummer / Nummern
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.V.	ohne Verfasser
OJ	Official Journal of the European Community
OLG	Oberlandesgericht
Or. L. Rev.	Oregon Law Review
OwiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PCP	Public Consultation Paper
PIER	Penn Institute for Economic Research
QJE	Quarterly Journal of Economics
QREF	Quarterly Review of Economics and Finance
RAND J. Econ.	RAND Journal of Economics
re. Sp.	Rechte Spalte
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Deriv. Res.	Review of Derivatives Research
Rev. dr. unif.	Revue de droit uniforme
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
Rev. Quant. Finance Account.	Review of Quantitative Finance and Accounting
RF	Review of Finance (vormals European Finance Review)
RFS	Review of Financial Studies
RIS	recognized intermediary status
Risikobegrenzungsge- setz	Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz)
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
RS	Response Statement
S.	Seite / Seiten
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SARs	Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares
Scand. J. Econ.	Scandinavian Journal of Economics
SEA 1934	Securities Exchange Act of 1934
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
sec.	Section
SIB	Securities and Investment Board
SITE	Stockholm Institute of Transition Economics
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group
sog.	sogenannte

SolvV	Verordnung zur angemessenen Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen, Finanzholding-Gruppen und gemischten Finanzholding-Gruppen
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts
Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StudZR	Studentische Zeitschrift für Rechtswissenschaft Heidelberg
SUERF	Société Universitaire Européenne de Recherches Financières
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie	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 Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG
TranspRLDV	Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8. März 2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind
TRL-ÄndRL-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
TRL-DRL	geänderte Transparenzrichtlinie-Durchführungsrichtlinie
TUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz)
U. Chic. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. J. Int'l Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of International Law

U. Penn. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
u.a.	unter anderem
U.C. Davis L. Rev.	U.C. Davis Law Review
Übernehmerichtlinie	Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
Unterabs.	Unterabsatz
ursprüngliche Transparenzrichtlinie	Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
ursprüngliche Transparenzrichtlinie-Durchführungsrichtlinie	Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8. März 2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind
v.	vom
Vanderbilt L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Var.	Variante
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	Vergleiche
VGR	Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
Virginia L. Rev.	Virginia Law Review
VO	Verordnung
Vol.	Volume
vs.	Versus
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WpAV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeigeverordnung)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHR	Wertpapierhandelsrecht
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-Angebotsverordnung	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots

Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	Yale Law Review
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer / Ziffern
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft



## Tabellen- und Abbildungsverzeichnis

Tabelle 1:	Konstellationen von hidden (morphable) ownership.....	17
Tabelle 2:	Verwaltungsauffassungen der früheren FSA und der ESMA .....	113
Tabelle 3:	Beispiel zur Entwicklung einer meldepflichtigen Position.....	149
Tabelle 4:	Konkordanz zwischen DTR 5 und Richtlinienvorgaben.....	238
Tabelle 5:	Konkordanz zwischen WpHG und Richtlinienvorgaben .....	298
Abbildung 1:	Zahlungsströme eines Cash-settled Total Return Equity Swap.....	20
Abbildung 2:	Auszahlungen einer long-Position in einer Call-Option und einer short-Position in einer Put-Option.....	21
Abbildung 3:	Einperiodiger Binomialbaum des Aktienpreises .....	171
Abbildung 4:	Binomialbaum der Call-Option .....	172
Abbildung 5:	Einperiodiger Binomialbaum des Duplikationsportfolios .....	172
Abbildung 6:	Delta als Funktion von Aktienpreis und Restlaufzeit .....	175
Abbildung 7:	Gamma als Funktion von Aktienpreis und Restlaufzeit .....	177
Abbildung 8:	Simulierte Preisverläufe für Aktien über 100 Handelstage.....	178
Abbildung 9:	Entwicklung des Delta der zugehörigen Optionen .....	179
Abbildung 10:	Entwicklung von meldepflichtigen Positionen.....	180



## Einleitung

Derivative Finanzinstrumente erlauben es, Risiken isoliert zu übertragen<sup>1</sup> und ermöglichen so das sog. *equity decoupling*. Damit wird das Abspalten des durch das Aktieneigentum vermittelten wirtschaftlichen Interesses vom mitgliedschaftlichen Interesse an einer Aktiengesellschaft bezeichnet.<sup>2</sup> Der Begriff des *equity decoupling* geht auf Arbeiten von *Henry T.C. Hu* und *Bernhard S. Black* aus den Jahren 2006 bis 2008 zurück, welche die verschiedenen, unter dem Oberbegriff des *equity decoupling* zusammengefassten Phänomene *hidden (morphable) ownership* und *empty voting* erstmals umfassend untersucht haben.<sup>3</sup> Mit *hidden ownership* wird im Rahmen dieser Untersuchung reines wirtschaftliches Interesse bezeichnet, mit *hidden morphable ownership* wirtschaftliches Interesse, das gegenwärtiges oder zukünftiges mitgliedschaftliches Interesse vermittelt.<sup>4</sup>

Ein *hidden morphable ownership* durch Einsatz durch Barausgleich abzuwickelnden derivativen Finanzinstrumenten ermöglichte ein „Anschleichen“ an Zielgesellschaften unter Vermeidung von Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (sog. Beteiligungstransparenz<sup>5</sup>) durch Vermittlung zukünftigen mitgliedschaftlichen Interesses.

---

<sup>1</sup> Statt vieler *von Randow*, ZGR 1996, 594: „Derivate machen Risiken isoliert handelbar.“; *Feder*, Colum. Bus. L. Rev. 2002 (2002), 677, 682: „Derivatives reallocate risk. What this means is that derivatives contracts isolate certain risks and move them from one party to another. By engineering a contract whose value reflects in some way the value or change in value of an underlying, parties can shift the risk inherent in exposure to that underlying.“

<sup>2</sup> Zu den hier verwendeten Begriffen wirtschaftliches Interesse und mitgliedschaftliches Interesse siehe unten, Kap. 1, Abschnitt 1, A. und B.

<sup>3</sup> *Hu/Black*, S. Cal. L. Rev. 79 (2005–2006), 811–908; *dies.*, Bus. Lawyer 61 (2006), 1011–1070; *dies.*, J. Corp. Fin. 13 (2007), 343–367; *dies.*, U. Penn. L. Rev. 156 (2008), 625–739; *dies.*, EFM 14 (2008), 663–709; ferner *Black*, The M&A Lawyer 16 (2012), 1, 4–8; *Hu*, Bus. Lawyer 70 (2015), 347–406; zuvor bereits zu *empty voting* *Martin/Partnoy*, U. Ill. L. Rev. 2005 (2005), 775–813. Angedeutet hatte das Problem des *empty voting* durch den Handel mit derivativen Finanzinstrumenten und Wertpapierleihgeschäften bereits *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 181 und dort auch Fn. 33.

<sup>4</sup> Siehe zur dieser Differenzierung unten, Kap. 1, Abschnitt 1, A.

<sup>5</sup> *Starke*, Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2002, S. 38 f.



Gestaltungen des *hidden morphable ownership* waren seit dem ersten bekannt gewordenen Fall Perry/Ithaca/Rubicon aus dem Jahr 2001 international weit verbreitet.<sup>6</sup>

Fall Perry/Ithaca/Rubicon (2001):<sup>7</sup> Der Hedgefonds Perry Corporation (Perry) hatte Anfang 2001 eine Beteiligung von rund 4,2 Prozent an der neuseeländischen Gesellschaft Rubicon gehalten und diese Beteiligung später auf 10,18 Prozent aufgestockt. Am 31. Mai 2001 veräußerte Perry 14 Mio. Rubicon-Aktien an die Deutsche Bank und 17 Mio. Rubicon-Aktien an UBS Warburg. Gleichzeitig schloss Perry diesbezüglich auch durch Barausgleich abzuwickelnde Swaps mit den Banken ab, lieferte damit also die zum Aufbau einer Sicherungsposition notwendigen Aktien letztlich selbst. Dadurch fiel Perrys Beteiligung auf 2,89 Prozent. Bis zum 5. Juni 2001 hatte Perry die Beteiligung auf knapp unterhalb 5 Prozent aufgestockt und veräußerte erneut 10 Mio. Rubicon-Aktien an die Deutsche Bank, wodurch die Beteiligung auf 2,13 Prozent fiel. Ende des Jahres 2001 löste Perry einen Teil der mit der Deutschen Bank geschlossenen Swaps auf, um an einem Aktienrückkaufprogramm teilzunehmen. Zum 5. Juni 2002 betrug die Beteiligung 3,08 Prozent. Ende Juni 2002 erwarb Guinness Peat Group (GPG) eine Beteiligung von 19,87 Prozent an Rubicon unterhalb der neuseeländischen übernahmerechtlichen Kontrollschwelle von 20 Prozent. Die Konzernmutter der Rubicon plante später, eine Enkelgesellschaft von ihrer Tochtergesellschaft zu erwerben, wogegen GPG opponierte. Um auf der Hauptversammlung im Juli 2002 über diesen Plan zugunsten der Konzernmutter abstimmen zu können, löste Perry die mit der Deutschen Bank und UBS Warburg abgeschlossenen Swaps auf und erwarb von den Banken 19 Mio. bzw. 17 Mio. Rubicon-Aktien, die diese zur Absicherung der Swaps gehalten hatten, wodurch Perrys Beteiligung wieder auf 15,98 Prozent stieg. In einem Rechtsstreit zwischen GPG und Perry entschied das Berufungsgericht letztlich gegen GPGs Vorbringen, Perry habe Mitteilungspflichten verletzt.<sup>8</sup> Zwar habe sich Perry sicher sein können von den Banken Rubicon-Aktien bei Abwicklung der Swaps erwerben zu können, eine formelle Erwerbsabsprache habe aber nicht vorgelegen.

Um sich an eine Zielgesellschaft „anzuschleichen“, wurden durch Barausgleich abzuwickelnde derivative Finanzinstrumente in Deutschland erstmals prominent im Jahr 2008 bei der erfolgreichen Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG eingesetzt.<sup>9</sup> Die Porsche SE hatte bei ihrem Versuch der Übernahme der Volkswagen AG im Jahr 2008 ebenfalls derivative Finanzinstrumente eingesetzt und war mit ihrem heimlichen Beteiligungsaufbau erfolgreich. Die Übernahme scheiterte aber letztlich.

---

<sup>6</sup> Überblick über frühere Fälle bei *Hu/Black*, S. Cal. L. Rev. 79 (2005–2006), 811, 846–849; *Seibt*, ZGR 2010, 795, 806–814.

<sup>7</sup> Zum nachfolgend dargestellten Sachverhalt siehe *Perry Corp. v Ithaca (Custodians)*, [2004] 1 N.Z.L.R. 731 [CA]; ferner die Falldarstellungen bei *Ferrarini*, in: FS Hopt II, 2010, S. 1803, 1807–1810; *Seuffert*, C&SLJ 29 (2011), 5, 17–25.

<sup>8</sup> *Perry Corp. v Ithaca (Custodians)*, [2004] 1 N.Z.L.R. 731 [CA].

<sup>9</sup> Siehe zum Fall etwa *Zetzsche*, EBOR 10 (2009), 115, 118–127; unten, Kap. 2, Abschnitt 1, A.II.2.a)bb).

Diese und weitere Fälle des *hidden morphable ownership* haben weltweit zu gesetzgeberischen Reaktionen geführt, etwa 2009 in Frankreich<sup>10</sup> und zu einer ganzen Reihe von Reformen in der Schweiz<sup>11</sup>. In den Vereinigten Staaten verhindert die nach Gerichtsentscheidungen<sup>12</sup> im bekannten Fall TCI/CSX (2007)<sup>13</sup> noch immer unklare Rechtslage, dass *hidden morphable ownership* zum Beteiligungsaufbau an Zielgesellschaften eingesetzt wird. In Deutschland erfolgte die gesetzgeberische Reaktion trotz der Anlassfälle aus dem Jahr 2008 erst durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz<sup>14</sup>, dessen Änderungen der damaligen §§ 21–30 WpHG zum 1. Februar 2012 in Kraft traten. Neu geschaffen wurde eine Meldepflicht für „Erwerbsmöglichkeiten“ nach § 25a WpHG-2012–2015<sup>15</sup>. Vorangegangen war u.a. ein „Brandbrief“ namhafter Vorstände von DAX-Konzernen<sup>16</sup> in Reaktion auf die im deutschen Übernahmemarkt bekanntgewordenen Fälle und eine umfassende rechtspolitische Diskussion<sup>17</sup>.

---

<sup>10</sup> Durch Ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions; dazu *Conac*, in: Birkmose et al. (Hrsg.), *The European Financial Market in Transition*, 2012, S. 49, 60.

<sup>11</sup> Überblick über die ersten gesetzgeberischen Maßnahmen bei *Emmenegger*, in: FS Hopt II, 2010, S. 1763–1788.

<sup>12</sup> *CSX Corp. v. Children's Inv. Fund*, 562 F. Supp. 2d 511, 538–548 (S.D.N.Y. 2008); *CSX Corp. v. The Children's Inv. Fund Mgmt.*, No. 08-2899-cv, slip op. (2d Cir. July 18, 2011).

<sup>13</sup> Siehe dazu aus dem US-amerikanischen Schrifttum *Bertaccini*, *Cardozo L. Rev.* 31 (2009–2010), 267–296; *Katz*, *Cardozo L. Rev.* 28 (2006–2007), 1483–1518; *Khasina*, *Colum. Bus. L. Rev.* 2009 (2009), 904–949; *Kimball-Stanley*, *B. C. Int'l & Comp. L. Rev.* 32 (2009), 455–470; *Law*, *Cath. U. L. Rev.* 59 (2009–2010), 259–288; *Sullivan*, *N.C. L. Rev.* 87 (2008–2009), 1300–1319; dazu aus dem deutschen Schrifttum *Huter et al.*, in: GS Gruson, 2009, S. 213, 233–238; *Möritz*, *ZVgIRWiss* 109 (2010), 94, 99–102.

<sup>14</sup> Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, AnsFuG) vom 5. April 2011, BGBl. I 2011, S. 538.

<sup>15</sup> Nachfolgend werden frühere Fassungen des WpHG und anderer Gesetze stets mit „Gesetzesbezeichnung-[Jahr der letzten bedeutenden Änderung oder Geltungszeitraum]“ bezeichnet.

<sup>16</sup> Verfügbar bei Handelsblatt-Online vom 28. August 2008, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/dokumentation-der-brief-der-dax-finanzvorstaende-im-wortlaut/3012574.html> (zuletzt abgerufen am 31. März 2020).

<sup>17</sup> Vgl. insbesondere die Regelungsvorschläge von *Anzinger*, *WM* 2011, 391, 394–397; *ders.*, in: VGR (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion* 2010, 2011, S. 187, 216–234; *Baums/Sauter*, *ZHR* 173 (2009), 454, 487–501; *U. H. Schneider/Anzinger*, *ZIP* 2009, 1, 9; *Wackerbarth*, *ZIP* 2010, 1527, 1532–1535; zur Diskussion ferner auch *Christ*, *Barausgleichsderivate und das Anschleichen an Zielgesellschaften*, 2011, S. 188–242; *Eichner*, *ZRP* 2010, 5, 6–8; *Fleischer/Schmolke*, *NZG* 2009, 401, 403–409; *Möritz*, *ZVgIRWiss* 109 (2010), 94, 120–131.

Im Jahr 2013 wurde das europäische Beteiligungstransparenzregime der Transparenzrichtlinie<sup>18</sup> durch die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie<sup>19</sup> reformiert. Nach der Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie von 2015<sup>20</sup> zum 26. November 2015 ist das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz bereits wieder Rechtsgeschichte.

Zu den wesentlichen Neuerungen der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, die eine Untersuchung der europäischen Beteiligungstransparenz beim Einsatz von Finanzinstrumenten und ihrer Umsetzung u.a. in deutsches Recht lohnend erscheinen lassen, zählen:

- (1) die beabsichtigte weitgehende Vollharmonisierung;
- (2) die Er Streckung des Beteiligungstransparenzregimes auf durch Barausgleich abzuwickelnde derivative Finanzinstrumente<sup>21</sup>;
- (3) die verbindliche Vorgabe der sog. Delta-adjustierten Berechnungsmethode<sup>22</sup>; und
- (4) die Mindestvorgaben für Sanktionsinstrumente bei Verstößen gegen Mitteilungspflichten, einschließlich der Er Streckung der Stimmrechtssuspension auf die Meldepflicht für derivative Finanzinstrumente.

---

<sup>18</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABIEG Nr. L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38–57.

<sup>19</sup> 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 Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABIEU Nr. L 294 vom 6. November 2013, S. 13–27. Eine konsolidierte Fassung der Transparenzrichtlinie nach der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie ist bei EUR-Lex unter der CELEX-Nr. 2004L0109 abrufbar.

<sup>20</sup> Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20. November 2015, BGBl. I 2015, S. 2029.

<sup>21</sup> Zum Begriff siehe unten, Kap. 1, Abschnitt 1, E.

<sup>22</sup> Dazu ausführlich unten, Kap. 2, Abschnitt 1, A.IV.3.b)aa)(2)(b).

## A. Gegenstand der Untersuchung

Gegenstand der Untersuchung sind die eng verbundenen Phänomene des *equity*<sup>23</sup> *decoupling* – *hidden ownership* und *hidden morphable ownership* – sowie ihre Regelung im europäischen, britischen und deutschen Kapitalmarkt- und Übernahmerecht nach Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.

Im Rahmen der Untersuchung außer Betracht bleibt das zu den untersuchten Phänomenen komplementäre Phänomen des *empty voting*. Dieses Phänomen ist dadurch gekennzeichnet, dass ein formeller Inhaber von Stimmrechten bei der Stimmrechtsausübung nicht über ein korrespondierendes wirtschaftliches Interesse – mitunter sogar über ein negatives wirtschaftliches Interesse – verfügt und er deshalb dem Verbandsinteresse oder den Aktionärsinteressen widersprechende Ziele verfolgt.<sup>24</sup> Ebenfalls nicht Gegenstand der Untersuchung sind Transparenzregime zur Aktionärsidentifikation wie das Aktienregister bei der Namensaktie<sup>25</sup> oder der in der Aktionärsrechte-richtlinie-Änderungsrichtlinie<sup>26</sup> vorgesehene Auskunftsanspruch des Emittenten gegenüber Aktionären.<sup>27</sup> Diese Transparenzregime dienen dem Ziel, dem Emittenten die Kontrolle von Beteiligungen und die Kommunikation mit sei-

---

<sup>23</sup> Nicht behandelt wird damit *debt decoupling* (Abspalten bei Fremdkapitalinstrumenten) und *hybrid decoupling* (Abspalten bei hybriden Finanzinstrumenten), siehe dazu etwa *Hu/Black*, EFM 14 (2008), 663, 679–693.

<sup>24</sup> Siehe dazu neben den bereits in Einleitung, Fn. 3 zitierten Arbeiten von *Hu/Black* aus dem deutschen Schrifttum monografisch *Ostler*, Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse, 2010, *passim*; *Mittermeier*, Empty Voting – Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2014, *passim*; *Tautges*, Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership, 2015, S. 42–111, 138–184, 213–324, 421–429; *Zimmermann*, Das Aktiendarlehen, 2014, S. 69–97; ferner *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596, 608–648; *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 215–218; *Kumpan/Mittermeier*, ZIP 2009, 404–411; *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 1170–1175; *Osterloh-Konrad*, ZGR 2012, 35–80; *Seibt*, ZGR 2010, 795, 799–806, 815–822; *Theusinger/Möritz*, NZG 2010, 607–611; aus der europäischen Diskussion siehe etwa *Clottens*, ECFR 2012, 446–483; *Ringe*, Seattle U. L. Rev. 36 (2013), 1027–1115; *Vanneste*, EBOR 15 (2014), 59–81; aus dem US-amerikanischen Schrifttum *Cohen*, Harv. J. on Legis. 45 (2008), 237–257; *Cunningham*, N.Y.U. Ann. Surv. Am. L. 64 (2008–2009), 295–342; *Dombalagian*, U.C. Davis L. Rev. 42 (2008–2009), 1231–1313; *Katz*, Cardozo L. Rev. 28 (2006–2007), 1483–1518; *Martin/Partnoy*, U. Ill. L. Rev. 2005 (2005), 775–813; *Monga*, Stan. J.L. Bus. & Fin. 12 (2006–2007), 186–219.

<sup>25</sup> Siehe dazu ausführlich *Grigoleit/Rachlitz*, ZHR 174 (2010), 12–60.

<sup>26</sup> Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABIEU Nr. L 132 vom 20. Mai 2017, S. 1–25.

<sup>27</sup> Umgesetzt in § 67d AktG durch das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechte-richtlinie (ARUG II), BGBl. I 2019, S. 2637.

nen Aktionären zu erleichtern<sup>28</sup> und sind damit nicht unmittelbar kapitalmarktorientiert.<sup>29</sup>

## B. Methodik

Mit Hilfe der Rechtsvergleichung soll unter Einbeziehung des Rechts in Deutschland und im Vereinigten Königreich überprüft werden, ob es sich bei der auf Vollharmonisierung abzielenden Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie um eine gelungene Reformgesetzgebung zur Einbeziehung von durch Barausgleich abzuwickelnden derivativen Finanzinstrumenten und zur Rechtsvereinheitlichung<sup>30</sup> handelt. Dazu wird auf die Methodik der funktionalen Rechtsvergleichung<sup>31</sup> zurückgegriffen. Diese Methodik folgt einem zweistufigen Prozess: zunächst sind die Lösungen zu beschreiben, die verschiedene Rechtsordnungen im Umgang mit dem Sachproblem vorsehen. Sachproblem ist hier das Phänomen *hidden morphable ownership*. Die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Lösungen sind zu identifizieren.<sup>32</sup> Daran anschließend ist die „angemessenste Lösung“<sup>33</sup> herauszuarbeiten.

Weil nicht jede Rechtsordnung Probleme auf dieselbe Weise löst, wäre es verfehlt, den Blick auf die kapitalmarktrechtliche Meldepflicht für Inhaber wesentlicher Beteiligungen auf der Grundlage der geänderten Transparenzrichtlinie zu verengen. Betrachtet werden müssen vielmehr die Lebenswirklichkeit in den untersuchten Rechtsordnungen, etwa vorherrschende Beteiligungsverhältnisse und die Übernahmekultur, sowie weitere Bereiche, die im Zusammenhang mit der Regulierung von Übernahmeprozessen eine Rolle

---

<sup>28</sup> Vgl. Erwägungsgründe 4–7 der Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABIEU Nr. L 132 vom 20. Mai 2017, S. 1–25. In die Aktionärsrechterichtlinie 2007/36/EG eingefügt wurde damit ein neuer Identifikationsanspruch des Emittenten, vgl. Art. 3a der geänderten Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (Aktionärsrechterichtlinie), ABIEG Nr. L 184 vom 14. Juli 2007, S. 17–24.

<sup>29</sup> Zu den Unterschieden zwischen Beteiligungstransparenz (*ownership disclosure*) und Aktionärsidentifikation (*shareholder identification*) ausführlich *Enriques et al.*, Rev. dr. unif. 2010, 713–742.

<sup>30</sup> Zu diesem Ziel der Rechtsvergleichung *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 23–31.

<sup>31</sup> Einführend *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 31–47.

<sup>32</sup> *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 42 f.

<sup>33</sup> *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 12.

spielen, zum Beispiel das Insider-, Marktmissbrauchs-,<sup>34</sup> Gesellschafts- und insbesondere Übernahmerecht.<sup>35</sup> Deshalb ist die gewählte Methodik der Rechtsvergleichung *funktional*, d.h. allein an der Funktion sozialer, also moralischer und rechtlicher Normen orientiert.<sup>36</sup> Ein Schwerpunkt der Untersuchung liegt deshalb auf der Funktion der Beteiligungstransparenz in einer Übernahmeregulierung.

Als neben dem europäischen und deutschen Recht weitere Rechtsordnung wurde das Vereinigte Königreich ausgewählt, insbesondere, weil dessen Rechtsordnung Vorbild der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie und der Übernahmerichtlinie war.

Das Sachproblem und damit die Funktion einer Beteiligungstransparenz in ihren verschiedenen Ausprägungen wird mit Hilfe der ökonomischen Analyse des Rechts<sup>37</sup> bestimmt. Insbesondere wird auf die in der Corporate-Governance-Forschung vorherrschenden Theorien der Neuen Institutionenökonomik<sup>38</sup> und auf Theorien der Kapitalmarkt-Forschung<sup>39</sup> zurückgegriffen.

---

<sup>34</sup> Zum Marktmissbrauchsrecht siehe Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABIEU Nr. L 173 vom 12. Juni 2014, S. 1–61; Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABIEU Nr. L 173 vom 12. Juni 2014, S. 179–189.

<sup>35</sup> Auf Grundlage der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABIEG Nr. L 142 vom 30. April 2004, S. 12–23.

<sup>36</sup> Vgl. *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 33 f. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass „jede Gesellschaft ihrem Recht die gleichen Probleme aufgibt“. Diese Annahme trifft auch für den Untersuchungsgegenstand zu. Weil die meisten der *a priori* für eine Lösung des Problems durch Rechtsnormen in Frage kommenden Bereiche durch Unionsrecht geregelt sind und die einschlägigen Rechtsakte dem Konzept der Vollharmonisierung folgen, kann sich die Untersuchung auf der ersten Stufe der funktionalen Rechtsvergleichung auf diejenigen Bereiche beschränken, in denen einzelne Rechtsordnungen Besonderheiten aufweisen. Trotz der zunehmenden Vollharmonisierung hat das Unionsrecht in den relevanten Bereichen nach wie vor noch fragmentarischen Charakter.

<sup>37</sup> Einführend die Beiträge in Towfigh/Petersen (Hrsg.), *Ökonomische Methoden im Recht*, 2. Aufl. 2017; ferner die Beiträge im Sammelband Fleischer/Zimmer (Hrsg.), *Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht*, 2008; zur Bedeutung der ökonomischen Analyse bei der Rechtssetzung siehe *Eidenmüller*, *Effizienz als Rechtsprinzip*, 4. Aufl. 2015, § 11.

<sup>38</sup> Umfassend *Richter/Furubotn*, *Neue Institutionenökonomik*, 4. Aufl. 2010, *passim*; zur Anwendung der Theorien der Neuen Institutionenökonomik, insbesondere der Agency Theory in der Corporate-Governance-Forschung instruktiv die Beiträge in Kraakman et al. (Hrsg.), *The Anatomy of Corporate Law*, 3. Aufl. 2017.

<sup>39</sup> Überblick bei *Sester*, ZGR 2009, 310–345.

### C. Untersuchungsgang

Der Untersuchungsgang folgt der Methodik. Zunächst werden die Grundlagen, insbesondere der Techniken dargestellt, die zu den Phänomenen *hidden ownership* und *hidden morphable ownership* (Kapitel 1) führen. Daran schließen sich Länderberichte (Kapitel 2) zum Unionsrecht (Abschnitt 1), zum Recht im Vereinigten Königreich (Abschnitt 2) und in Deutschland (Abschnitt 3) an. Danach erfolgt eine ökonomische Analyse der Beteiligungs-transparenz (Kapitel 3), auf deren Grundlage abschließend das Unionsrecht und seine Umsetzungen verglichen und rechtspolitische Vorschläge unterbreitet werden (Kapitel 4).

# Kapitel 1: Grundlagen

## Abschnitt 1: Grundbegriffe

Bevor die Phänomene des sog. *hidden (morphable) ownership*<sup>1</sup> erläutert werden,<sup>2</sup> sind zunächst einige Grundbegriffe der Untersuchung zu klären.

Zur Analyse der Phänomene des *equity decoupling* verwenden Hu/Black (2006)<sup>3</sup> die Begriffe *voting ownership* und *economic ownership*. *Voting ownership* bezeichnet dabei formellen oder informellen gegenwärtigen Stimmrechtseinfluss, *economic ownership* die ökonomischen Erträge einer Aktie.<sup>4</sup> In dieser Untersuchung wird für *voting ownership* der Begriff „mitgliedschaftliches Interesse“ verwendet, für *economic ownership* der Begriff „wirtschaftliches Interesse“<sup>5</sup>. Diese Begriffe können an die Unterscheidung zwischen Verwaltungs- und Vermögensrechten des Aktionärs angebunden werden.<sup>6</sup>

### A. Mitgliedschaftliches Interesse

Das mitgliedschaftliche Interesse des Aktionärs besteht in den von ihm wahrnehmbaren Verwaltungsrechten. Da es Verwaltungsrechte (Teilhabe- und Mitverwaltungsrechte)<sup>7</sup> dem Aktionär erlauben, auf die Willensbildung der Aktiengesellschaft Einfluss zu nehmen, wird hier vom mitgliedschaftlichen

---

<sup>1</sup> Hu/Black, S. Cal. L. Rev. 79 (2006), 811, 825 f., unterscheiden zwischen *hidden ownership* und *hidden (morphable) ownership*. Der Begriff *hidden (morphable) ownership* wird in dieser Untersuchung wegen der besseren Verständlichkeit als Oberbegriff für *hidden ownership* und *hidden morphable ownership* verwendet.

<sup>2</sup> Siehe dazu unten, Kap. 1, Abschnitt 2, A.

<sup>3</sup> Hu/Black, S. Cal. L. Rev. 79 (2006), 811, 824.

<sup>4</sup> Hu/Black, S. Cal. L. Rev. 79 (2006), 811, 824.

<sup>5</sup> Ostler, Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse, 2010, S. 315, verwendet hierfür den Begriff „Beteiligungsinteresse“, Möritz, ZVglRWiss 109 (2010), 94, 96, den Begriff „wirtschaftliches Eigentum“ und Wansleben, StudZR 2009, 465, 485, den Begriff „ökonomisches Interesse“.

<sup>6</sup> Zu dieser Unterscheidung siehe etwa Dauner-Lieb, in: KölnKomm-AktG, 3. Aufl. 2010, § 11 Rn. 9–19; Heider, in: MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2019, § 11 Rn. 6–18.

<sup>7</sup> Vgl. z.B. K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, § 19 III 3.



Interesse des Aktionärs gesprochen. Wichtigstes Mitverwaltungsrecht ist das Stimmrecht, welches das mitgliedschaftliche Interesse bei der Aktiengesellschaft repräsentiert. Der Stimmrechtseinfluss des Aktionärs hängt zum einen von der Stimmkraft (bzw. dem Stimmumfang) ab, die sich gemäß § 134 Abs. 1 AktG grundsätzlich nach dem Kapitalanteil richtet, und zum anderen von der Stimmrechtsmacht, die sich nach dem Umfang der Aktionärsrechte richtet. Die Kompetenzen der Hauptversammlung regelt § 119 AktG, wobei bei deren Beschlussfassung grundsätzlich das Mehrheitsprinzip gilt. Insbesondere bestellt die Hauptversammlung die Mitglieder des Aufsichtsrates (§ 119 Abs. 1 Nr. 1 AktG), die wiederum den Vorstand bestellen. Die Hauptversammlung beschließt über Satzungsänderungen, darunter Kapitalmaßnahmen (§ 119 Abs. 1 Nr. 5, 6 AktG). Der Aktionär kann an der Hauptversammlung teilnehmen, das Wort ergreifen und Auskunft verlangen (§ 131 AktG), er kann Anträge und Gegenanträge zur Tagesordnung stellen (§ 126 AktG), und sich nicht zuletzt an Abstimmungen beteiligen (§ 133, 134 AktG). Weiter kann der Aktionär Beschlüsse der Hauptversammlung anfechten, §§ 243, 245 AktG. Und schließlich bestehen verschiedene Minderheitenrechte, die an die Beteiligungsquoten anknüpfen.<sup>8</sup>

Aufgrund des Mehrheitsprinzips lässt sich von „beherrschendem Einfluss“<sup>9</sup> sprechen, wenn ein Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären eine Präsenzmehrheit erreicht.<sup>10</sup> Jedenfalls hat beherrschenden Einfluss, wer einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.d. § 291 Abs. 1 AktG abschließen kann, was vielfach Erfolgsbedingung für eine Unternehmensübernahme ist.

---

<sup>8</sup> Eine außerordentliche Hauptversammlung kann nur mit einem Anteil am Grundkapital von 5 Prozent einberufen werden (§ 122 Abs. 1 AktG) und die dortigen Mehrheiten können nur schwer abgeschätzt werden. Zudem sind die Zuständigkeiten der Hauptversammlung eng begrenzt (§ 119 Abs. 1 AktG). Die Möglichkeiten zur Einbringung von Zusatzanträgen zur Tagesordnung, Gegenanträgen und Wahlvorschlägen sind entsprechend gering (vgl. §§ 119 Abs. 1 Nr. 1, 122 Abs. 2, 126, 127 AktG) und im Falle von Zusatzanträgen auch noch an ein 5-Prozent-Kapitalquorum geknüpft. Die Abberufung der von der Hauptversammlung gewählten Aufsichtsratsmitglieder bedarf überdies einer  $\frac{3}{4}$ -Mehrheit der abgegebenen Stimmen (§ 103 Abs. 1 AktG). Unmittelbaren Einfluss auf die Geschäftspolitik können die Aktionäre zwar nicht nehmen, mittelbaren Einfluss dagegen zumindest über die Besetzung des Aufsichtsrates, der den Vorstand bestellt (§ 84 Abs. 1 AktG). Ein Äquivalent zu dem in den Vereinigten Staaten wichtigsten Instrument aktivistischer Aktionäre – dem sog. *proxy fight*, mit dem Stimmrechtvollmachten für Aktionärsanträge eingeworben werden können – fehlt im deutschen Aktienrecht völlig. Hindernisse können ferner auch die Beteiligungsverhältnisse deutscher Aktiengesellschaften und das immer noch bedeutende Depotstimmrecht der Banken darstellen. Bei der Wahrnehmung der Verwaltungsrechte unterliegt der Aktionär mitgliederschaftlichen Pflichten, neben der Einlagepflicht insbesondere der Treupflicht. Weiterführend Hofmann, Der Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht, 2011, *passim*.

<sup>9</sup> Vgl. § 290 Abs. 1 Satz 1 HGB; § 17 AktG.

<sup>10</sup> Busse von Colbe, in: MünchKomm-HGB, 3. Aufl. 2013, § 290 Rn. 54–59.

## Sachregister

- Abspaltungsverbot 12, 22  
Acting in concert 94 f., 271 Fn. 269,  
305 f., 345 f.  
– *siehe auch* Parellelerwerb, abge-  
stimmt  
Aktionärskommunikation 363 f., 366,  
382 f., 480  
Aktivismus 71, 72, 95, 294, 364–386,  
399, 440, 442, 444, 448, 480 f.  
– Minderheitenaktivismus 434, 436  
Ankündigungspflichten 267–272, 323–  
326, 523 f.  
Anlegerschutz- und Funktionsverbesser-  
ungsgesetz (AnsFuG) 3 f., 104,  
296 f., 307, 310, 323, 327, 487, 507  
Annahmepflicht 327, 330, 334 f., 407–  
410, 418, 428, 431, 482 f., 524, 529  
Ausübungsbevollmächtigung 146
- Basket- und Index-Instrumente 183–  
185, 250, 261  
Bezugsrechte 106, 247, 249, 274, 340,  
495 f.
- Call-Option 14 f., 21 f., 121 f., 125,  
134 f., 137, 140, 141 f., 320, 338 f.,  
508, 525  
– Beispielsimulation 178–182  
– Preisberechnung 165–178  
– Preisregeln 216, 285 f., 342 f.,  
530 f.
- Client-serving transactions 158–160,  
237, 248 f., 251, 278, 498 f.  
– *de lege ferenda* 498 f., 505 f.
- Collar, *siehe* Optionsstrategien  
Cornering 36, 468 f.  
Corporate Governance  
– Begriff 350  
– Richtlinienziele 70–73
- Creeping-in 212, 214 f., 345, 430, 499
- Delta-adjustierte Berechnungsmetho-  
de 4, 60, 117, 142, 165–168, 187,  
189, 237, 250, 320 f., 460, 506–510  
– Beispielsimulation 178–183  
– Finanzökonomischer Hinter-  
grund 168–178  
– Standard-Bepreisungsmodell 167 f.
- Differenzgeschäfte (CfD) 18–20, 27 f.,  
56, 101, 108, 124, 166, 230, 235 f.,  
251, 253 f., 255 f., 272, 412 f.
- Dingliche Erwerbsrechte  
– *de lege ferenda* 500  
– *de lege lata* 303, 306 f., 309, 312,  
345, 533
- Direktes Halten 142 f.
- Empty voting 1, 5, 52 f., 53, 54 f., 56–  
58, 449 f., 509
- Exit and voice 364–367
- Finanzinstrument  
– Instrumente-Begriff des  
WpHG 308 f.  
– ökonomisches Begriffsverständ-  
nis 12–15  
– Transparenzrichtlinie 101–120
- Futures, Forwards 14, 53, 127, 166, 338  
– Rollen von Positionen 147 f.
- Gehören 300–303, 319
- Gesetzliche Erwerbsansprüche  
und -rechte 105, 302
- Gespaltene Auslegung 486 f.
- Gleichpreisregeln 204, 209 f., 216,  
217 f., 335–344, 346  
– City Code 257, 259, 260, 278, 285–  
287, 289

- *de lege ferenda* 522 f., 528, 529–532, 529–532
- Ökonomie 386, 425, 428 f., 482, 496
- WpÜG 322, 330, 334, 335–344
- Greenshoe 131–133, 504 f.
  
- Halten für Rechnung 32 f., 96–100, 143, 145, 147, 303, 312, 345, 533, 534
- Handelsbestand 25, 27, 29, 97, 119, 249, 329, 333, 446
  - Handelsbestandsausnahme 154–163, 459, 484, 505
- Hedging 24 f., 33, 58, 158, 286, 523 f.
  - *siehe auch* Delta-adjustierte Berechnungsmethode
- Hybride Finanzinstrumente 125–127
  - Wandel- und Optionsschuldverschreibungen 43 f., 47, 48, 50, 59, 106, 121, 125 f., 140, 216, 226, 262, 276, 286, 328, 332, 338 f., 343 f., 478 f., 493–496, 525, 533
  - Warrants 127, 262, 276, 328, 494, 525, 533
  - Zertifikate (einschließlich aktienvertretende Zertifikate) 89 f., 106 f., 121, 126, 239, 251
  
- Illiquiditätsprämie 440, 442, 462, 464–466, 484, 485
- Indirektes Halten 143–147
- Information overload 451–453, 458, 460, 462, 501, 502
- Insiderhandelsverbot 232 f., 272, 463, 470–473, 477 f.
- Intra-Day-Ausnahme, Intra-Day-Netting 147 f., 164, 187, 240, 250
- Irrevocable commitments, irrevocable undertakings 130 f., 226, 233, 256, 263, 264, 266, 270, 271, 273, 274, 276, 282, 284 f., 325, 340, 523, 525
  
- Kontrollerlangung 44, 65, 82–84, 86, 209, 210–212, 216, 259, 260, 287, 293, 330, 344–346, 384, 389 f., 418 f., 430 f., 441, 514, 522, 533 f.
  - bei Finanzinstrumenten 534–536
  - *siehe auch* Pflichtangebotsregel
  
- Letter of Intent 103
- Low balling 214 f., 345, 430, 535
  
- Markteffizienz
  - ökonomischer Begriff 437–439
  - Ziele der Transparenzrichtlinie 66 f.
- Marktmanipulation 36, 211, 272, 324, 468 f., 473, 480, 485
- Marktregel 213, 425–427
  
- Naming and shaming 195–197, 237, 242–244, 316 f.
- Nettingverbot 185 f., 250, 265, 509 f.
  - *siehe auch* Intra-Day-Ausnahme, Intra-Day-Netting
  
- Optionsstrategien 118, 141 f.
  
- Parallelerwerb, abgestimmter 95, 145 f., 305 f., 345 f., 500
- Pfand, gewerbliches 134–136, 297
- Pflichtangebot 68, 86 Fn. 236, 514, 522
  - City Code 252, 254, 259, 260, 261, 267, 268, 271, 272, 274, 275 Fn. 281, 278, 287, 289
  - *de lege ferenda* 529 f., 532 f., 535, 536 Fn. 59, 538
  - Ökonomie 386, 425–431, 433, 482 f.
  - Übernahmerichtlinie 204, 208, 209–214, 215, 522 f.
  - WpÜG 323, 324, 326, 335 Fn. 257, 344, 346, 347
- Positionstransparenz, (Eingangs-)Positionsmitteilungen
  - City Code 218, 254, 256 f., 276–283
  - *de lege ferenda* 524–528
  - Ökonomie 450, 451, 482
  - WpÜG 323, 326, 330–335, 340
- Positivliste der ESMA 76, 124
- Principles paradox 458, 459, 502
- Private Kontrollvorteile 353, 355 f., 356, 387–389, 392 f., 404, 411 f., 412, 425 f., 426 f., 427, 428, 432 f., 435, 440, 441
- Proportionalitätsprinzip 11 f., 12, 44 f., 79, 206, 208, 332, 356, 432 f., 436, 497
- Put-Optionen 13–15, 21

- Gleichpreisregeln 216, 286, 338, 530
- Meldepflicht 122 f., 126, 128, 130, 133, 140, 141 f.
- Rechtsverlust
  - *de lege ferenda* 512–520
  - WpHG 291, 295, 317–321
  - WpÜG 347
- Repurchase Agreements und Pensionsgeschäfte, *siehe* Wertpapierdarlehen
- Right of rehypothecation 136 f.
- Right of use 136 f., 274
  - *siehe auch* Right of rehypothecation
- Rollen von Positionen, *siehe* Futures, Forwards
- Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (SARs) 257–259, 267, 491
- Short squeezing, *siehe auch* Cornering
- Sockelbeteiligungen 402 f., 424, 477 f., 490, 511, 515
  - Empirie 415–418
  - strategische Vorteile 418 f.
  - Theorie 406–407, 410–415, 420–422, 423, 483
- Squeeze-out 204, 219 f., 334, 526
  - Ökonomie 405 f., 418, 442, 447, 448, 482
- Stimmrechtssuspendierung
  - DTR 5 237, 244 f.
  - Transparenzrichtlinie 4, 199 f.
  - *siehe auch* Rechtsverlust
- stock parking 36, 468 f.
- Swaps 2, 14 f., 22 f., 30–33, 56, 101, 108, 123 f., 124, 166, 211 f., 419
  - Funktionsweise 18–20
  - *siehe auch* Differenzgeschäfte (CfD)
- Transaktionstransparenz, Transaktionsmitteilungen 210 f. Fn. 734, 217
  - City Code 256 f., 276–281, 283
  - *de lege ferenda* 524–528, 531 Fn. 37
- WpÜG 323, 326, 330, 332 Fn. 238, 340
- TRL-ÄndRL-UmsG 298 f., 300, 301, 302, 308, 310, 313, 315, 317, 318, 321, 322 f., 347, 513, 534
- Trittbrettfahrerproblem 220, 362, 366, 403–410, 411 f., 418, 425, 431, 447, 472 f.
- Umschichtung von Positionen 151, 274, 311, 314 Fn. 150
- Vergleichbare wirtschaftliche Wirkung, similar economic effect
  - DTR 5 246–248
  - Transparenzrichtlinie 56, 73, 100 f., 112–120, 140, 143, 167, 486, 487 f., 537
- Vermögensrechte 9, 11, 18, 26, 99, 433
  - Rechtsverlust 347, 513, 516, 520 f.
  - Wert der Vermögensrechte 440, 462, 484
- Vollharmonisierung 4, 6, 55, 75, 77–88, 139, 183, 200, 210 f., 476, 486, 488–491, 492 f., 504, 507, 537 f.
  - Vorrang der Übernahmeregulierung 80–88
- Vorzugsaktien 68, 89, 107, 256, 332, 367, 389, 432 f., 436
  - Erfassung *de lege ferenda* 493, 496 f.
- Warehousing 98 f., 161, 279, 468
- Wasserstandsmitteilungen 138, 284 f., 330, 334 f., 409, 524, 529
- Wertpapierdarlehen 16, 26 f., 30, 53, 68 f., 469
  - City Code 263 f., 266, 271, 273, 278, 284 f., 288
  - DTR 5 235, 239
  - Transparenzrichtlinie 99 f., 108, 119, 128 f., 144 f., 162
  - *siehe auch* Greeshoe
  - *siehe auch* stock parking
- Wert des Stimmrechts 387, 440, 441 f., 444 f., 496