

## Eckpunkte für mehr Transparenz am Kapitalmarkt

*Datum*  
15. Februar 2010

*Seite*  
1 von 11

### A. Politischer Handlungsbedarf

Angesichts aktueller Entwicklungen auf dem internationalen und deutschen Übernahmemarkt hält der BDI eine Verbesserung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzvorschriften für dringend erforderlich. Marktteilnehmern ist es derzeit möglich, hohe Beteiligungen an Zielgesellschaften aufzubauen, ohne ihre Zugriffsmöglichkeiten offenlegen zu müssen. Bereits in 2008 und 2009 hatten der BDI sowie zahlreiche Finanzvorstände von DAX-30-Unternehmen die Politik aufgefordert, bestehende Lücken in den gesetzlichen Offenlegungspflichten von Investoren im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und Wertpapiererwerbs- und -übernahmegesetz (WpÜG) zu schließen. Die gravierenden Folgen der Wirtschafts- und Finanzkrise für die Realwirtschaft unterstreichen einmal mehr die Dringlichkeit eines „level playing field“ an den Finanzmärkten.

Das vorliegende Eckpunktepapier enthält Vorschläge, wie ein unbemerktes „Anschleichen“ von Investoren an Zielunternehmen künftig erschwert werden kann. Insbesondere sogenannte „Cash Equity Swaps“, die nach geltendem Recht nicht meldepflichtig sind, sollen künftig in die gesetzlichen Zurechnungstatbestände des WpHG und des WpÜG einbezogen werden. In anderen etablierten europäischen und internationalen Kapitalmärkten bestehen bereits geeignete Meldepflichten zur Vermeidung eines verdeckten Positionsaufbaus oder werden derzeit erarbeitet.

Neben den offenkundigen Lücken in der Beteiligungstransparenz hat sich gezeigt, dass Leerverkäufe und das sogenannte „Empty Voting“ das ordnungsgemäße Funktionieren der Kapitalmärkte stören können. Leerverkäufe können nicht nur erhebliche Kursverzerrungen auslösen; sie sind auch ein geeignetes Instrument, um Insiderhandel und Marktmanipulation, etwa durch gezieltes Streuen von Gerüchten, zu betreiben. Empty Voting steht für das Auseinanderfallen der Einwirkungsmacht auf die Aktiengesellschaft und den mit einer Mitgliedschaft verbundenen Risiken. Dabei kommt es zu Interessenskonflikten, wenn Stimmrechte in der Hauptversammlung gegen die Interessen der anderen Aktionäre und der Gesellschaft ausgeübt werden. Sowohl Leerverkäufe als auch die „Stimmrechtsleihe“ unterliegen derzeit keinerlei Offenlegungspflichten. Die damit gewährte Intransparenz des Marktgeschehens schadet nicht nur dem einzelnen Anleger, sondern kann das Vertrauen in den Kapitalmarkt empfindlich beeinträchtigen.

**Bundesverband der  
Deutschen Industrie e.V.**  
Mitgliedsverband  
BUSINESSEUROPE

*Telekontakte*  
T: 030 2028-1422  
F: 030 2028-2422

*Internet*  
[www.bdi.eu](http://www.bdi.eu)

*E-Mail*  
[R.Kudiss@bdi.eu](mailto:R.Kudiss@bdi.eu)

Durch mehr Transparenz kann das Vertrauen aller Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes wieder hergestellt und weiter gestärkt werden. Dazu sind folgende drei Maßnahmen notwendig:

- Ergänzung der Meldepflichten, um das „Anschleichen“ an Zielgesellschaften zu erschweren,
- Regulierung von Leerverkäufen: Einführung eines Dauerverbots von nackten Leerverkäufen sowie Einführung einer Meldepflicht für gedeckte Leerverkäufe,
- Einführung einer Offenlegungspflicht im Fall der Abstimmung mit „geliehenen“ Aktien (Empty Voting).

## **B. Zum ersten Regelungsziel: Schließung von Transparenzlücken beim Aufbau von Stimmrechtsbeteiligungen**

### **I. Problemstellung**

Jüngere Entwicklungen haben gezeigt, dass das kapitalmarktrechtliche Offenlegungsregime lückenhaft ist. Marktteilnehmern ist es derzeit möglich, hohe Beteiligungen an Zielgesellschaften aufzubauen, ohne ihre Zugriffsmöglichkeiten offenlegen zu müssen. Insbesondere hat sich die mit dem Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG) im Jahr 2007 eingeführte Vorschrift des § 25 WpHG als unzureichend erwiesen, das erklärte Ziel zu erreichen, „dass der Emittent und die Anleger darüber informiert werden, dass der Inhaber von Finanzinstrumenten die Möglichkeit hat, mit diesen Finanzinstrumenten Aktien zu erwerben und die aus diesen Aktien resultierenden Stimmrechte auszuüben“.

Derzeit besteht eine Meldepflicht nach § 25 WpHG nur dann, wenn das Finanzinstrument dem Inhaber das Recht einräumt, *unabhängig von äußeren Umständen* allein nach seinem Ermessen („einseitig“) die zugrunde liegenden Aktien zu erwerben. Sog. Cash Settled Equity Swaps oder Contracts for Difference, die ausschließlich die Auszahlung der Differenz zwischen dem Basispreis und dem maßgeblichen Kurs des Basiswerts vorsehen, fallen daher nicht in den Anwendungsbereich des § 25 WpHG. Gleiches gilt nach herrschender Ansicht auch für solche Derivate, die dem Stillhalter ein Wahlrecht einräumen, zum Fälligkeitszeitpunkt seine Leistungspflicht entweder durch die Lieferung von Aktien (Realerfüllung) oder durch die Zahlung eines Barausgleichs zu erfüllen. Schließlich sind von § 25 WpHG auch solche Kaufoptionen nicht erfasst, deren Ausübbarkeit noch von einer Bedingung abhängt, wozu nach der Regierungsbegründung zum TUG auch das Erreichen eines bestimmten Kursniveaus der zugrunde liegenden Aktie gehört.<sup>1</sup> Die Norm des § 25 WpHG lädt damit auf unterschiedliche Weise zur Umgehung von Meldepflichten ein.

---

<sup>1</sup> Siehe dazu sowie zur Abgrenzung einer Bedingung von einer Befristung Uwe H. Schneider/ Brouwer, AG 2008, 557, 564 f.; Noack/Zetzsche, FS Schwark 2009, 569, 579 f.

Die bestehenden Transparenzlücken werden bei Cash Settled Equity Swaps auch nicht dadurch geschlossen, dass die vom Stillhalter etwa zur eigenen Risikoabsicherung gehaltenen Aktien dem Swap-Partner zugeordnet werden. Insoweit fehlt es regelmäßig an einem Zurechnungsgrund. So räumen insbesondere die gängigen Swap-Geschäfte dem Swap-Partner nicht die für § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG erforderliche Möglichkeit ein, auf die Ausübung der Stimmrechte der Aktien Einfluss zu nehmen. Ebenso wenig erfolgt eine Zurechnung nach § 22 Abs. 2 Satz 1 WpHG („acting in concert“), da hierfür eine Abrede zwischen den Swap-Parteien erforderlich ist, die über den bloßen Parallelerwerb der zugrunde liegenden Aktien hinausgehen muss. Entsprechend hat auch die BaFin im Übernahmefall Continental/Schaeffler keine Verletzung von Meldepflichten der Beteiligten feststellen können.

## II. Rechtsvergleich

In anderen etablierten Kapitalmärkten werden die geschilderten Zugriffsmöglichkeiten auf Aktien dagegen auf unterschiedliche Weise reguliert oder es werden derzeit konkrete Lösungen erarbeitet. Die Lösungsansätze haben verschiedene Anknüpfungspunkte. Während das deutsche Recht auf den Stimmrechtseinfluss abstellt, knüpfen andere Rechtsordnungen (auch) an die Umgehungsabsicht an, stellen auf die Funktionsfähigkeit der Märkte ab oder fokussieren auf die Offenlegung wirtschaftlicher Positionen.<sup>2</sup>

Die **Schweiz** hat in Reaktion auf den Fall des Industrieunternehmens Sulzer ihr Börsengesetz im Jahr 2007 neu gefasst und bewusst eine offene Regelung gewählt, um flexibel auf die Entwicklung neuer Instrumente reagieren zu können.<sup>3</sup> Die Eingangsmeldeschwelle liegt in der Schweiz bei 3 Prozent.

In **Großbritannien** sind seit dem 1. Juni 2009 unabhängig von einer Realerfüllung Contracts for Difference meldepflichtig, wenn sie einen „similar economic effect“ haben und damit wie Finanzinstrumente zu behandeln sind, die zum Erwerb von Aktien berechtigen. Die Eingangsmeldeschwelle liegt auch hier bei 3 Prozent.<sup>4</sup>

Auch **Frankreich** (seit November 2009 Offenlegungspflicht von Finanzinstrumenten mit „effet économique similaire“), **Australien** und die **USA** stellen für die Offenlegungspflicht in unterschiedlicher Weise auf die wirtschaftliche Position der Beteiligten ab, ohne dass dem Meldepflichtigen ein durchsetzbarer Anspruch auf Realerfüllung zustehen müsste.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Vgl. Noack/Zetzsche, FS Schwark 2009, 569, 581 f.

<sup>3</sup> Der einschlägige Art. 20 Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) lautet: „Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“.

<sup>4</sup> Disclosure and Transparency Rules [DTR] der Financial Services Authority [FSA], abrufbar unter: [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk).

<sup>5</sup> Siehe auch die Stellungnahme der European Securities Markets Expert Group (ESME) „Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives“, S. 4 ff.

#### 1. Beseitigung von Umgehungsanreizen

Mit Blick auf die dargestellten Transparenzlücken im deutschen Recht ist eine Erweiterung der kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten geboten, die ein unbemerktes „Anschleichen“ an Zielgesellschaften in Zukunft ausschließen.

Dadurch werden faire Marktbedingungen geschaffen, die etwa in Übernahmesituationen zu informierten Aktienpreisen mit entsprechenden Übernahmeprämien für alle Aktionäre führen. Ein genereller Übernahmeschutz oder jedenfalls ein Schutz vor überraschenden („feindlichen“) Übernahmen ist damit nicht verbunden und wird von der Industrie auch nicht verfolgt. Ziel ist nicht eine Gestaltung der Aktionärsstruktur durch das Management.

Ein erweitertes Offenlegungsregime kann zu positiven volkswirtschaftlichen Effekten führen. Wenn möglichst viele Umgehungsanreize beseitigt werden, mag das auch vor unternehmerischen Fehlentscheidungen mit Auswirkungen auf ganze Unternehmensbranchen und den daran hängenden Arbeitsmärkten schützen. Zu denken ist an die Vornahme riskanter Sicherungsgeschäfte, um den verdeckten Beteiligungsaufbau zu realisieren sowie auch die Überschätzung der eigenen Finanzkraft, die mit Blick auf scheinbar lukrative Umgehungsgelegenheiten ausgeblendet wird (z. B. Schaeffler/Continental, Porsche/VW).

Um möglichst viele Umgehungsanreize zu beseitigen, sollte von einer abschließenden Aufzählung der meldepflichtigen Finanzinstrumente im Gesetz abgesehen werden. Schon aus praktischen Gründen ist es schwierig, die jeweiligen Finanzinstrumente vollständig zu erfassen und zu definieren. Die Folge wäre die Notwendigkeit eines Katalogs mit Finanzinstrumenten, der laufend durch Gesetzesänderungen um neue Konstrukte erweitert werden müsste.

Zielführend ist vielmehr die Einführung einer gesetzlichen **Generalnorm**, die durch eine Verordnung konkretisiert wird, gleichzeitig aber offen für die Entwicklung neuer Vertragsgestaltungen ist (siehe dazu unter 2.).

Gesetzestechnisch sollte nur noch zwischen gehaltenen und zugerechneten Stimmrechten aus Aktien unterschieden werden. § 25 WpHG sollte daher gestrichen werden, stattdessen sollte eine Generalnorm in die Kataloge des § 22 WpHG und § 30 WpÜG aufgenommen werden. Dabei sollte auf den Begriff des „Finanzinstruments“ verzichtet werden, denn eine praktikable Definition des Begriffs ist bis heute nicht gelungen. Die Verweise auf die allgemeinen Bestimmungen des WpHG (insbesondere § 2b) konnten zur Begriffsbildung nicht beitragen und haben im Anwendungsbereich des § 25 WpHG eher für Verwirrung gesorgt. Entscheidend ist vielmehr die rechtliche, faktische oder wirtschaftliche **Zugriffsmöglichkeit auf Stimmrechte**.

Damit die Meldepflichten nicht aus wirtschaftlichen Überlegungen leerlaufen, sollten zudem die **Sanktionen** einer Meldepflichtverletzung verschärft werden (siehe dazu unter 3.).

## 2. Generalnorm

### a) Sprachliche Offenheit

Einzuführen ist eine *Generalnorm*, die sowohl die rechtlichen wie faktischen Zugriffsmöglichkeiten des Meldepflichtigen auf Aktien erfasst als auch eine, die die wirtschaftlichen Zusammenhänge berücksichtigende Zurechnung von Aktien Dritter vorsieht. Diese muss in ihrer sprachlichen Fassung für die Entwicklung neuer Finanzinstrumente offen sein.

Eine solche Generalnorm müsste sämtliche, auch zukünftige Finanzinstrumente und sonstige Verträge sowie Absprachen und Gentlemen`s Agreements erfassen, durch die der Meldepflichtige die Zugriffsmöglichkeit auf stimmberechtigte Aktien eines Unternehmens erhält. Außerdem müsste sie für wirtschaftliche Betrachtungen offen sein, die eine Zurechnung fremder Aktien gegenüber den Meldepflichtigen erfordern.

**Entscheidend ist die rechtliche, faktische oder wirtschaftliche Möglichkeit, Aktien zu erwerben oder Einfluss auf die Stimmrechtsausübung zu nehmen.** Das Bestehen eines durchsetzbaren Anspruchs auf Aktienübertragung im Sinne des § 194 BGB ist hierfür nicht erforderlich.

### b) Anwendungsbeispiele

Stellt man auf die faktische oder wirtschaftliche Zugriffsmöglichkeit ab, sind auch **Swap-Geschäfte mit Barausgleich** meldepflichtig, wenn die Swap-Parteien „außervertraglich“ übereinkommen, dass Aktien geliefert werden sollen oder die unterlegten Aktien aus wirtschaftlichen Überlegungen dem Meldepflichtigen zuzurechnen sind. Ein Beispiel hierfür ist die Marktsituation in Übernahmefällen, die den Stillhalter *typischerweise* veranlasst, dem Swap-Partner anstelle des Barausgleichs die zugrunde liegenden, zur eigenen Risikoabsicherung erworbenen Aktien zum Kauf anzubieten.<sup>6</sup>

Ebenso würden durch die Generalnorm in bestimmten Fällen Stillhalterpositionen aus Verkaufsoptionen erfasst. **Verkaufsoptionen** („Puts“) fallen derzeit nicht in den Anwendungsbereich des § 25 WpHG, da es nicht im Ermessen des Stillhalters, sondern im Ermessen des Inhabers liegt, ob der Stillhalter (durch Ausübung der dem Inhaber zustehenden Verkaufsoption) Aktien erwirbt. Es fehlt also an einem einseitigen Erwerbsrecht des Stillhalters. Das führt zu einer Transparenzlücke, wenn die Parteien „außervertraglich“ übereinkommen, dass die Verkaufsoption in jedem Fall ausgeübt werden soll. Bei Einführung der hier vorgeschlagenen Ge-

---

<sup>6</sup> Vgl. auch ESME-Gutachten S. 9: „There are additional arrangements between the investor and the broker dealer/investment bank to acquire access to legal interest, i.e. voting rights; these arrangements can be explicit or implicit, or, alternatively, the instrument is construed in a way that economic pressure results in factually securing the delivery of voting securities.“

neralnorm würde in diesem Fall auch der Stillhalter einer Verkaufsoption von der Meldepflicht erfasst, wenn und weil er über die Möglichkeit verfügt, auf Aktien zuzugreifen. Um den Offenlegungszweck nicht auszuhehlen, sollten Long- und Shortpositionen nicht verrechnet werden.<sup>7</sup>

Ein weiterer Anwendungsfall der Generalnorm sind die Zugriffsmöglichkeiten (Rückerwerbsrechte) des Darlehensgebers auf die von ihm im Wege des **Wertpapierdarlehens** übertragenen („verliehenen“) Aktien.

Nach Auffassung der BaFin fallen Rückerwerbsansprüche aus Wertpapierleihgeschäften und Repo-Geschäften nicht unter § 25 WpHG und sind auch nicht meldepflichtig<sup>8</sup>. Investoren können sich daher derzeit unerkannt an Unternehmen anschleichen, indem sie nacheinander, unterhalb der 3-Prozent-Meldeschwelle erworbene Aktienpakete im Wege der Aktienleihe „zwischenparken“, ohne dass der Markt über ihre (späteren) Zugriffsmöglichkeiten informiert wäre. Stellt man indessen auf die Zugriffsmöglichkeit auf die verliehenen Aktien ab, würden nach der hier vorgeschlagenen Generalnorm Rückerwerbsansprüche aus einer Aktienleihe oder einem Repo-Geschäft Meldepflichten auslösen – und zwar ohne dass es auf die streitige Einordnung von Rückerwerbsansprüchen aus Leihgeschäften als „Finanzinstrumente“ ankäme.

### c) **Wahrung des Bestimmtheitsgrundsatzes**

Damit der Bestimmtheitsgrundsatz gewahrt bleibt, sollte die BaFin ermächtigt werden, in einer Verordnung für Anwender und Gerichte verbindliche Regelbeispiele für Finanzinstrumente zu bestimmen, die unzweifelhaft unter die Generalnorm fallen. So kann zügig auf die Entwicklung neuer Finanzinstrumente reagiert werden und für die Emittenten und die potenziellen Käufer der Finanzinstrumente die erforderliche Rechtssicherheit geschaffen werden.

Außerdem sollte die Generalnorm z. B. auch auf neu entwickelte Produkte Anwendung finden können. Die Liste der von der BaFin bestimmten Instrumente darf daher nicht abschließend sein. Eine damit verbundene Restunsicherheit ist mit Blick auf die genannten Vorteile für den Kapitalmarkt und seine Anleger in Kauf zu nehmen. Bereits der geltende Zurechnungskatalog des § 22 WpHG enthält eine Vielzahl ungelöster Anwendungsfragen, ohne dass seine Verfassungsmäßigkeit ernsthaft in Frage gestellt wird.

### d) **Befreiung von der Mitteilungspflicht**

Im Rahmen der Konkretisierung der Generalnorm sollte die BaFin ermächtigt werden, auf Antrag im Einzelfall oder per se bezogen auf bestimmte Personen- oder Produktgruppen die Befreiung von der Meldepflicht vorzusehen.<sup>9</sup> Dies ermöglicht es in flexibler Weise, den Markt von unnötigen oder gar irreführenden Meldungen zu entlasten.

---

<sup>7</sup> Vgl. ebenso ESME-Gutachten S. 12 oben: „Netting of positions should not take place.“

<sup>8</sup> Siehe BaFin-Emittentenleitfaden, April 2009, S. 166.

<sup>9</sup> Siehe dazu die Vorschläge von *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454, 494.

## e) Meldeschwellen und Zusammenrechnung

Derzeit bestehen im WpHG unterschiedliche **Eingangsmeldeschwellen**. Die meldepflichtige Eingangsschwelle des § 25 WpHG liegt derzeit anders als bei § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG nicht bei 3 Prozent, sondern bei 5 Prozent. Mit dieser Abweichung gegenüber § 21 WpHG sollte „die Belastung der Beteiligten auf das für die Transparenz notwendige Maß“ reduziert werden. Sinnvoller ist es jedoch, den § 25 WpHG insgesamt zu streichen und stattdessen eine Generalnorm in die Zurechnungskataloge der §§ 22 WpHG und 30 WpÜG zu integrieren (siehe oben unter 1.). Damit verbunden ist eine einheitliche Eingangsmeldeschwelle für alle Meldetatbestände, die entsprechend den europäischen Vorbildern und im Einklang mit § 21 WpHG bei **3 Prozent** liegen sollte.

Die Bedenken von ESME, die sich gegen eine 3-prozentige Meldeschwelle für Derivate mit Barausgleich ausspricht und eine Meldepflicht erst ab 5 bis 10 Prozent des ausstehenden Kapitals vorschlägt<sup>10</sup>, teilen wir nicht. Bei der Mehrzahl derjenigen (auch nichteuropäischen) Länder, die bereits eine Meldepflicht für Contracts for Difference vorsehen, liegt die Eingangsmeldeschwelle bei 3 Prozent (UK, Schweiz, Australien), ohne dass dies zu unzumutbaren Meldefluten oder „Double-Counting“-Problemen geführt hat.

Werden von der Generalnorm – wie hier vorgeschlagen – sowohl die rechtliche wie faktische und wirtschaftliche Zugriffsmöglichkeit als meldepflichtig erfasst, entfallen zudem **Zusammenrechnungsfragen**, wie sie derzeit im Verhältnis von §§ 21, 22 WpHG und § 25 WpHG bestehen. Barausgleichsinstrumente, die dem Inhaber den wirtschaftlichen Zugriff auf die zugrundeliegenden Aktien ermöglichen, wären künftig uneingeschränkt sowohl mit Finanzinstrumenten mit Realerfüllung als auch mit „normalen“ Stimmrechtspositionen zusammenzurechnen.

Entgegen der Einschätzung der Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte<sup>11</sup> ließe sich eine solche Aggregationsregelung u. E. auch auf europäischer Ebene durchsetzen, da bereits einige Länder, insbesondere UK, eine aggregierte Meldepflicht vorschreiben und es nicht zu aufwändig erscheint, das jeweilige nationale Melderegime entsprechend umzustellen. Im Übrigen gesteht die Expertengruppe selbst ein, dass eine aggregierte Meldung grundsätzlich vorzugswürdig sei gegenüber einer von ihr vorgeschlagenen getrennten Meldung von Cash Settled Equity-Positionen einerseits und „normalen“ Stimmrechtspositionen andererseits.<sup>12</sup>

## f) Beweislastleichterungen

Um den Generaltatbestand auf Tatsachenebene nicht leerlaufen zu lassen, bedarf es einer **Beweislastumkehr**. Gibt danach beispielsweise ein Investor überraschend den Erwerb eines Aktienpakets bekannt, indiziert dies die widerlegbare Vermutung, dass mit Hilfe der eingesetzten Finanzinstrumente Meldepflichten verletzt wurden. In diesen Fällen sollte

---

<sup>10</sup> Siehe ESME-Gutachten, S. 12.

<sup>11</sup> Vgl. S. 11 und S. 13 ESME-Gutachten.

<sup>12</sup> Siehe S. 13 ESME-Gutachten.

die Zielgesellschaft formell am **Aufsichtsverfahren der BaFin** beteiligt werden.<sup>13</sup>

Seite  
8 von 11

### 3. Rechtsfolgenseite

Die Erweiterung der Meldepflichten müsste schließlich auf der *Rechtsfolgenseite* abgesichert werden. Die derzeit bestehenden Rechtsfolgen einer Verletzung der Mitteilungspflichten nach § 25 WpHG greifen zu kurz. Angedroht ist nach § 39 WpHG lediglich eine Geldbuße von bis zu 200.000 Euro. Das steht in keinem Verhältnis zu möglichen Gewinnen des Meldepflichtigen und zum potenziellen Schaden der anderen Kapitalmarktteilnehmer und des Kapitalmarktes insgesamt. Zu bedenken ist dabei, dass die bei Verletzung der Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG drohenden Rechtsfolgen des § 28 WpHG, nämlich der Verlust von Rechten aus Aktien, nicht eintreten. Denn die Rechte aus Aktien stehen bis zum Erwerb der Aktien nicht dem Halter des Finanzinstruments, sondern allein dem Aktionär zu.

Sinnvoll ist es daher, den **Zeitraum des Stimmrechtsverlusts des § 28 WpHG** von derzeit sechs auf **zwölf Monate** zu erweitern, so dass das Stimmrecht zumindest für eine Hauptversammlung ruht. Der Stimmrechtsverlust würde ab Erwerb der meldewidrig erlangten Stimmrechte (z. B. aus den Referenzaktien eines Derivategeschäfts) eintreten.

Um auf der Rechtsfolgenseite **Umgehungen** auszuschließen, müsste der Rechtsverlust fortbestehen, wenn die „infizierten“ Aktien auf Dritte übertragen werden, deren Stimmrechte dem Meldepflichtigen zugerechnet werden (z. B. Tochtergesellschaften, Treuhänder usw.).

Die Aufstockung von derzeit sechs auf zwölf Monate dient der Abschreckung, da dieser Zeitraum in der Regel zwei ordentliche Hauptversammlungen erfasst, in denen mangels Stimmrecht insbesondere keine Gewinnabführungsverträge durchgesetzt werden können, die regelmäßig zur Finanzierung des verdeckten Beteiligungsaufbaus benötigt werden.

### 4. Altbestände

Schließlich sollten Altpositionen ab aggregiert 3 % des Grundkapitals, die derzeit insbesondere nicht von § 25 WpHG erfasst sind, aber durch die neu einzuführende Generalnorm meldepflichtig werden, nach dem Vorbild des § 41 WpHG einmalig offengelegt werden (sog. Bestandsmeldung).

Sinnvoll und zumutbar ist eine Meldung für **sechs bis zwölf Monate** vor Inkrafttreten des Gesetzes entstandene aggregierte Positionen. Contracts for Difference z. B. werden kaum eine längere Laufzeit als 12 Monate haben.

---

<sup>13</sup> Vgl. Noack/Zetsche, FS Schwark 2009, 569, 586

## C. Zum zweiten Regelungsziel: Regulierung von Leerverkäufen

Seite  
9 von 11

### I. Problemstellung

Leerverkäufe können Kursverzerrungen auslösen, die die Aktienpreisentwicklung in beide Richtungen beschleunigen können. Leerverkäufe können zum Zwecke des Insiderhandels und der Marktmanipulation missbraucht werden.

Mit Blick auf die Finanzmarktkrise hat deshalb die BaFin (wie andere Marktaufseher auch) mit Allgemeinverfügung vom 29. Mai 2009 das Verbot von nackten Leerverkäufen von bestimmten Bank- und Versicherungsaktien bis Ende 2010 verlängert.<sup>14</sup> Leerverkäufe unterliegen derzeit keinerlei Offenlegungspflichten. Die in Deutschland fehlende Transparenz über Leerverkäufe geht zu Lasten aller Marktteilnehmer.

### II. Lösungsvorschläge

Einzuführen ist ein **dauerhaftes Verbot von nackten Leerverkäufen**, das sich nicht nur auf ausgewählte Bank- und Versicherungsaktien, sondern auf sämtliche Aktien erstreckt. Leerverkäufe können zwar die Liquidität des Marktes erhöhen. Im Vergleich zu ihrem Nutzen überwiegen jedoch die Gefahren nackter Leerverkäufe sowohl für den Kapitalmarkt und seine Anleger als auch für die Volkswirtschaft insgesamt, weil durch nackte Leerverkäufe im Extremfall Unternehmen in die Insolvenz gedrängt werden.

**Gedekte Leerverkäufe** haben dagegen ihre wirtschaftliche Berechtigung, sie sollten aber künftig ab bestimmten Erheblichkeitsschwellen offengelegt werden. Ihre Veröffentlichung trägt dazu bei, dass alle am Kapitalmarkt Beteiligten und Interessierten diese für einen effizienten Preisbildungsprozess wichtige Information in ihre Überlegungen einbeziehen können. Kursbewegungen ließen sich eindeutiger interpretieren.

Offenzulegen sind sowohl die **Identität des Leerverkäufers** als auch das **Volumen der Leerverkaufsposition**.

Hinreichende Erfahrungen, welches die richtige Schwelle für das Greifen der Meldepflicht ist, liegen derzeit auch in anderen Kapitalmärkten nicht vor. In Übereinstimmung mit dem Committee of European Securities Regulators (CESR)<sup>15</sup> vom 8. Juli 2009 halten wir daher eine Offenlegungspflicht der leerverkauften Aktien **gegenüber sämtlichen Marktteilnehmern** ab einem Volumen von **0,5 Prozent** des Grundkapitals für angemessen.<sup>16</sup> Ab Erreichen der 0,5-Prozent-Schwelle sind jede weitere

---

<sup>14</sup> In der Begründung heißt es dazu: „Das Verbot dient des Weiteren der Verhinderung von Marktmanipulationen durch die (...) genannten Transaktionen. Ein Missstand wäre insbesondere dann gegeben, wenn die genannten Transaktionen zu Zwecken der Marktmanipulation eingesetzt werden, z. B. indem unter Verwendung von Medien Gerüchte gestreut werden, nachdem zuvor eine entsprechende Transaktion eingegangen wurde und der damit bestehende Interessenkonflikt nicht offengelegt wurde“.

<sup>15</sup> Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime vom 8. Juli 2009.

<sup>16</sup> Vgl. S. 11, Ziffer 41 CESR Proposal.

0,1 Prozent mitzuteilen.<sup>17</sup> Dabei sollten die Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG entsprechend herangezogen werden, so dass die Meldepflicht bspw. nicht durch Konzern- oder Treuhandstrukturen umgangen werden kann und auch Acting-in-Concert-Fälle berücksichtigt werden. Fällt die Leerverkaufsposition unter 0,5 Prozent, ist dessen Unterschreiten mitzuteilen.

Ob darüber hinaus die von CESR empfohlene Einführung einer Meldepflicht *nur gegenüber der Aufsichtsbehörde* ab einer Meldeschwelle von bereits 0,1 Prozent des leerverkauften Grundkapitals notwendig oder jedenfalls sinnvoll ist, soll hier nicht vertieft werden.

Anders als von CESR vorgeschlagen,<sup>18</sup> sollten jedoch Short- und Long-Positionen nicht miteinander verrechnet werden, da anderenfalls Umgehungsanreize geschaffen würden.

Da es sich bei der Meldepflicht für Leerverkäufe um eine wenig erprobte Offenlegungspflicht handelt, sollte nach einer **Testphase** von bspw. zwei Jahren eine Überprüfung der 0,5-prozentigen Meldeschwelle für die Zukunft erfolgen.

## **D. Zum dritten Regelungsziel: Offenlegung der Abstimmung mit geliehenen Aktien (Empty Voting)**

### **I. Problemstellung**

Der Begriff „Empty Voting“ steht für das Auseinanderfallen der Einwirkungsmacht auf die Aktiengesellschaft einerseits und den mit einer Mitgliedschaft verbundenen Risiken andererseits. Gemeint ist das Abstimmen mit „risikoentleerten“ Stimmrechten: Der Stimmberechtigte stimmt mit „geliehenen“ Aktien ab, die er sich zuvor mit Hilfe von Wertpapierdarlehen verschafft hat. Die Dividenden- und Bezugsrechte verbleiben weiterhin beim Darlehensgeber, der nach wie vor die wirtschaftlichen Risiken der Beteiligung trägt.

Das Abstimmen mit geliehenen Aktien in der Hauptversammlung ist zwar grundsätzlich zulässig. Es ist daher ohne weiteres möglich, seinen Stimmrechtseinfluss mit Hilfe kostengünstigerer Wertpapierdarlehen zu steigern.<sup>19</sup> Gleichwohl besteht Einigkeit, dass das Auseinanderfallen von Stimmrechtsmacht und wirtschaftlicher Betroffenheit Interessenkonflikte bewirken kann, die zu Treuepflichtverletzungen des Stimmrechtsinhabers führen können.

---

<sup>17</sup> Vgl. S. 11, Ziffer 43 CESR Proposal.

<sup>18</sup> Vgl. S. 12, Ziffer 47 CESR Proposal.

<sup>19</sup> Vgl. zuletzt BGH ZIP 2009, 908, Beschaffung der für einen Squeeze-out erforderlichen Kapitalmehrheit von 95 Prozent mit Hilfe eines Wertpapierdarlehens.

## II. Lösungsvorschlag

Unabhängig davon, wie mit solchen Interessenkonflikten im Einzelfall umzugehen ist, sollten die Mitaktionäre und die übrigen Marktteilnehmer darüber informiert sein, ob und in welcher Höhe geliehene Stimmrechte zur Einflussnahme auf die Gesellschaft eingesetzt werden.<sup>20</sup>

Dadurch kann zum einen die Aussagekraft einer Abstimmung transparenter werden. Zum anderen kann die Offenlegung vor einem Missbrauch des Stimmrechts schützen. Dies könnte durch eine entsprechende Erweiterung der Vorschrift des § 27a WpHG erreicht werden.

---

<sup>20</sup> Vgl. *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 217 m. N. zu internationalen Bemühungen.