

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

THEODOR BAUMS/ MAIKE SAUTER

Anschleichen an Übernahmeziele mittels  
Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 97



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT**

**CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1**

**D-60323 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-33753**

**FAX: +49 (0)69 / 798-33929**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Theodor Baums/ Maike Sauter  
Anschleichen an Übernahmeziele mittels  
Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 97**

**02/ 2009**

# Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von Aktienderivaten

Theodor Baums und Maike Sauter\*

- I. Einführung
  
- II. Das Instrument und seine Verwendung
  1. Begriff und wirtschaftliche Bedeutung von *Equity Swaps*
  2. Die Rolle von Swaps in Übernahmesituationen
  
- III. Swaps im geltenden Kapitalmarktrecht
  1. §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG
  2. §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG, 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG
  3. §§ 22 Abs. 2 WpHG und 30 Abs. 2 WpÜG
  4. § 25 Abs. 1 WpHG
  5. Gesetzesumgehung durch Einsatz von Swaps?
  6. Zwischenergebnis
  7. Sonstige Lösungsmöglichkeiten de lege lata
    - a) Gebot der „rechtzeitigen“ Abgabe eines Übernahmeangebots
    - b) Die Missbrauchsaufsicht der BaFin
  
- IV. Marktstörungen und Regelungsbedürfnis
  1. Die Beeinträchtigung der Preisbildung
  2. Spezifische Störungen des Marktes für Übernahmen
    - a) Vorfeld eines öffentlichen Angebots
    - b) Swaps und Kontrollerwerb
    - c) Swaps und Übernahmeprämien
    - d) Vorerwerb gegen Geldzahlung und Swaps
    - e) Swaps, Pflichtangaben und „Wasserstandsmeldungen“
  3. Ergebnis

---

\* Fassung Juni 2009. Der Beitrag ist Herrn Prof. Dr. Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag gewidmet und wird in der ZHR erscheinen.- Prof. Dr. Dres. h.c. Theodor Baums ist Direktor am Institute for Law and Finance in Frankfurt/Main; Maike Sauter ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin ebendort. Die Verfasser danken mehreren Gesprächspartnern aus der Praxis, namentlich Herrn Chefsyndikus Dr. Roger Müller, Deutsche Börse AG, und den Herren Rechtsanwälten Dr. Ami de Chapeaurouge, LL.M. und Till Hafner, LL.M., Frankfurt/Main.

V.     Regelungskonzepte und Regelungsvorschlag

1.     Generalklausel mit Regelbeispielen?
2.     „Acting in concert“ kein geeigneter Anknüpfungspunkt
3.     Pauschalanknüpfung mit Ausnahmen
  - a)     Text des Vorschlags
  - b)     Grundzüge des Vorschlags
  - c)     Einzelfragen
    - aa)  Meldeschwellen, Zusammenrechnung verschiedener Positionen
    - bb)  Die Finanzinstrumente des § 25 Abs. 1a WpHG-E
    - cc)  Die meldepflichtigen Personen
    - dd)  Befreiung von Mitteilungspflichten; Sanktionen

VI.    Zusammenfassung und Schlussbemerkung

*Das Risikobegrenzungs-gesetz, das unter anderem neue Meldepflichten in das Wertpapierhandels-gesetz (WpHG) einführt, ist soeben erst vollständig in Kraft getreten.<sup>2</sup> Gleichwohl wird bereits angesichts aktueller Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt, nämlich des Einsatzes von Finanzinstrumenten zum verdeckten Aufbau wesentlicher Beteiligungen, die erneute Überarbeitung des wertpapierhandels- und wertpapierübernahmerechtlichen Meldesystems gefordert. Der nachfolgende Beitrag schildert den verdeckten Aufbau von Beteiligungen mit Hilfe von Aktienderivaten, erörtert den Regulierungsbedarf und stellt verschiedene Regelungskonzepte vor.*

## **I. Einführung**

Um welche Fallgestaltung handelt es sich? Potentielle Bieter – seien es unternehmerische Investoren oder auch Hedgefonds – verwenden im Vorfeld von Unternehmensübernahmen<sup>3</sup> zunehmend für diese Zwecke ausgestaltete *Cash Settled Total Return Equity Swaps*, die unter Bezug auf ihren Termingeschäftscharakter auch als *Contracts for Difference* (im Folgenden: *CfD*) bezeichnet werden.<sup>4</sup> Diese Strategie zählt inzwischen offenbar geradezu zum Standardrepertoire der übernahmerechtlichen Beratung. Die Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG ist als prominentes deutsches Beispiel zu nennen.<sup>5</sup> Diese Vorgehensweise wird bei entsprechender Gestaltung nach Auffassung der BaFin und der überwiegenden Ansicht im Schrifttum vom wertpapierhandelsrechtlichen Meldesystem und den übernahmerechtlichen Zurechnungsvorschriften nicht erfasst.<sup>6</sup>

---

<sup>2</sup> Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken vom 12. August 2008, BGBl. 2008 I Nr. 36, S. 1666 vom 18.08.2008. Artikel 1 Nr. 3 (Änderung von § 25 WpHG) und Artikel 5 (Änderung der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverordnung) ist seit dem 1. März 2009 in Kraft; Artikel 1 Nr. 4, der den neuen § 27a WpHG einfügt, ist seit dem 31. Mai 2009 in Kraft, vgl. Art. 12 Risikobegrenzungs-gesetz.

<sup>3</sup> Neuere Fälle umfassen die Übernahme von WMC Resources durch BHP Billiton, das Angebot von Cleveland-Cliffs für Portman Mining und das Angebot von Centennial für Austral. In den USA beschäftigten CSX, TCI und 3G die Gerichte, vgl. jüngst *CSX vs. The Children's Investment Fund*, 08-2899, U.S. Court of Appeals for the Second Circuit (Manhattan). In der Schweiz baute die Wiener Beteiligungsgesellschaft Victory des Investors Ronny Pecik und die von Viktor Vekselberg kontrollierte Renova 2007 über Optionsgeschäfte größere Positionen beim Technologiekonzern Oerlikon und beim Maschinenbauer Sulzer auf, vgl. Handelsblatt vom 22./23./24. August 2008 Nr. 163, S. 3. Einschlägige Vorgänge betreffen auch die Saurer AG und Laxey/Implenia. In Deutschland machten neben Schaeffler/Continental die Fälle MLP, Porsche/VW, Skion/SGL Carbon sowie der Rückzug von TCI und Atticus bei der Deutschen Börse AG auf sich aufmerksam.

<sup>4</sup> Siehe Hu/Black, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 838 mit Fn. 70 (2006).

<sup>5</sup> Die Schaeffler Gruppe hielt nach der Ankündigung eines Übernahmeangebots gemäß § 10 WpÜG am 15.7.2008 2,97% der stimmberechtigten Continental Aktien und weitere Finanzinstrumente, die zum Erwerb von Continental Aktien in Höhe von 4,95% berechtigten. In Höhe von zusätzlichen etwa 28% hatte sie CfD als *long* gehender Vertragspartner (zur Definition siehe Text zu II. 1.) mit verschiedenen Banken abgeschlossen. Die CfD konnten nach Pressemitteilungen von Schaeffler jederzeit gekündigt werden.

<sup>6</sup> Eingehender unten III. auch zu divergierenden Auffassungen im Schrifttum.

Im Folgenden wird zunächst die Praxis, Swaps im Übernahmekontext zu verwenden, geschildert (unten II.). Im Markt werden zwar weitere Taktiken des unbemerkten „Anschleichens“ an ein Zielunternehmen erörtert.<sup>7</sup> Diese wird man gesondert auf praktische Bedeutung und Regelungsbedarf prüfen und gegebenenfalls Regelungsempfehlungen hierfür entwickeln müssen. Aus Platzgründen beschränken wir uns hier auf die Taktik des Anschleichens mittels hierauf abgestimmten Swap-Verträgen oder *contracts for difference*, die inzwischen mehrfach erfolgreich erprobt worden ist. Die Erwägungen hierzu gelten im Wesentlichen auch für den Einsatz anderer Aktienderivate wie z.B. Call-Optionen, die bar abzurechnen sind. Im Anschluss an ihre Vorstellung ist zu fragen, wie sich solche Instrumente in das geltende kapitalmarktrechtliche Regime einfügen (unten III.). In einem weiteren Abschnitt wird der rechtspolitische Regelungsbedarf *de lege ferenda* ermittelt (unten IV.). Zuletzt stellen wir dann denkbare Regelungskonzepte und einen eigenen Regelungsvorschlag – angelehnt an bereits erfolgte Regelungen in unseren Nachbarstaaten<sup>8</sup> – zur Diskussion (unten V.).<sup>9</sup> Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Hier soll nicht für eine schärfere Fassung der Pflichten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) plädiert werden, sondern für den gezielten Abbau von Lücken im Melderegime des WpHG, die durch den Einsatz moderner Finanzinstrumente entstanden sind. Ein solcher Vorschlag scheint auch rechtspolitisch nicht ohne Chancen.<sup>10</sup>

## II. Das Instrument und seine Verwendung

Die Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG lenkte im Sommer letzten Jahres die Aufmerksamkeit sogar der Tagespresse auf ein Finanzinstrument, das bislang

---

<sup>7</sup> S. etwa v. Bülow, Börsen Zeitung vom 11. 3. 2009, S. 2; Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340, 344 ff.

<sup>8</sup> Schweiz: Art. 15 Abs. 1 c) der VO der Eidgenöss. Finanzmarktaufsicht (FINMA) über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. 10. 2008. - Großbritannien: Financial Services Authority (FSA), Policy Statement 09/3, Disclosure of Contracts for Difference. Feedback on Consultation Paper 08/17 and final rules, März 2009 ([http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps09\\_03.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps09_03.pdf)) (enthält die geänderten Disclosure and Transparency Rules, in Kraft seit 1.6. 2009); vorbereitend dazu zwei öffentliche Konsultationen (Nachweise hierzu unten Fn. 32 und Fn. 67). - Frankreich: Ordonnance n° 2009-105 chap. II. art. 2, Journal Officiel vom 30. 1. 2009; vgl. dazu ferner Autorité des Marchés Financiers/AMF, Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, Oktober 2008.

<sup>9</sup> Eingehendere rechtsvergleichende Darstellungen bei Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501, 1507 ff; Brandt, BKR 2008, 441, 445 f; Hutter/Kaulamo/Plepelits, in: Hutter/Baums (Hrsg.), Gedächtnisschrift für M. Gruson, 2009, S. 213, 229 ff.

<sup>10</sup> Während das Bundesministerium der Finanzen zunächst lediglich mitgeteilt hat, es wolle „Schnellschüsse“ vermeiden (vgl. Börsen-Zeitung Nr. 167 v. 29. 08. 2008 S. 7), wird nun offenbar auch dort über eine Novellierung des Meldesystems nachgedacht. Auf eine Anfrage von Bündnis 90/Die Grünen heißt es jedenfalls: „Die Bundesregierung nimmt die aktuellen Entwicklungen am Finanzmarkt, insbesondere im Fall des Übernahmeangebots der Schaeffler KG, zum Anlass, die geltenden Transparenzpflichten auch unter Einbeziehung der Rechtslage in anderen Staaten zu überprüfen.“, vgl. die Antwort der BReg. auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Christine Scheel, Dr. Gerhard Schick, Kerstin Andreae, weiterer Abgeordneter und der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen (BT-Drucks. 16/10094), BT-Drucks. 16/10167 vom 28. 08. 2008.

lediglich Experten ein Begriff war: *Cash Settled Total Return Equity Swaps*, auch als *Contracts for Difference* (CfD) bezeichnet. Im Folgenden werden zunächst Begriffe (1.) und die Verwendung von CfD in Übernahmesituationen (2.) erläutert.

### **1. Begriff und wirtschaftliche Bedeutung von Equity Swaps**

*Swaps* sind vertraglich begründete, börslich oder außerbörslich gehandelte Finanzinstrumente. In Europa werden sie überwiegend auf der Grundlage der von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) entwickelten Masterdokumente (Master Agreements und Definitions) abgewickelt. Die Besonderheiten der jeweiligen Transaktion werden in einem die Standarddokumentation ergänzenden „Term Sheet“ vereinbart. Allgemein versteht man unter einem „Swap“ den Austausch von Cashflows nach Maßgabe einer festgelegten Formel. In der Regel knüpft die Vereinbarung an die Entwicklung eines Basiswerts oder *underlying* (Zinssätze, Währungsentwicklungen, Indices, Wertpapierkurse) an.<sup>11</sup> Einem Aktien- oder *Equity Swap* etwa liegt ein Vertrag zugrunde, in dem die Zahlungen der Vertragsparteien von der Entwicklung des Kurses einer Aktie („Referenzaktie“) oder eines Aktienindex abhängig gemacht werden. Aktien- oder *Equity Swaps* gehören damit zu den Aktien- oder *Equity-Derivaten*. Bei Aktienswaps ist der Basiswert des Swap der Börsenkurs einer Aktie oder eines Aktienindex am Tag X, meist dem Tag des Abschlusses des Swapvertrages. Verträge über Aktienswaps enden entweder durch Zeitablauf am festgelegten Tag Y oder können durch eine Vertragspartei einseitig gekündigt werden. Nach Vertragsende wird der Swap zwischen den Vertragsparteien, der *long* gehenden Vertragspartei (im Folgenden: Investor) und der *short* gehenden Partei (im Folgenden: Ersteller; meist eine Bank) abgerechnet. Bei einem *Cash Settled Equity Swap*<sup>12</sup> erhält der Investor vom Ersteller sämtliche Kursgewinne des Basiswertes einschließlich Dividendenzahlungen u.ä. während der Laufzeit des Swap in Geld ausbezahlt; Kursverluste des Basiswertes muss der Investor dagegen dem Ersteller ersetzen. Daneben entrichtet der Investor dem Ersteller üblicherweise eine Gebühr für den Abschluss des Swap einschließlich eines Einschusses, der dem Ersteller die Absicherung des von ihm übernommenen Vertragsrisikos ermöglicht.

---

<sup>11</sup> S. etwa *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 6. Auflage 2006, Kapitel 7 (S. 191 ff).

<sup>12</sup> Wird der Swap nicht in Geld ausgeglichen, sondern übereignet der Ersteller des Swap am Ende der Laufzeit die Aktien aus einem von ihm getätigten Absicherungsgeschäft („*natural hedge*“; dazu sogleich im Text) an den Investor, spricht man von einem *physical settlement*. Hat der Investor einen Anspruch auf eine Erfüllung in Aktien, ist er nach § 25 Abs. 1 S. 1 WpHG meldepflichtig; diese Gestaltung eignet sich also nicht für die hier erörterte Taktik des „Anschleichens“. Vgl. dazu auch noch die folgenden Ausführungen und den Text zu Fn. 51 - 55.

Beide Vertragsparteien können ihr Kursrisiko durch den Erwerb eines weiteren Derivats begrenzen. Der Ersteller kann sein Kursrisiko aus dem Swap auch dadurch absichern, dass er eine entsprechende Zahl der Referenzaktien physisch erwirbt (sog. *natural hedge*). Wird der Swap durch den Investor beendet oder endet er durch Zeitablauf, so löst der Ersteller des Swap eine vorhandene Sicherungsposition wieder auf, will er nicht für die Zukunft das Kursrisiko der Referenzaktien tragen. Letzten Endes verdient er lediglich an der ihm gezahlten Gebühr für den Abschluss des Swap. Der Investor erhält die Kursgewinne und trägt das Kursrisiko der Referenzaktien, über die er aber nicht verfügt und hinsichtlich deren er keinen Lieferanspruch und kein Erwerbsrecht hat; der Ersteller des Swap erbringt eine Dienstleistung.

CfD sind als Finanzinstrumente nicht neu; der Markt für sie hat sich aber in den letzten Jahren erheblich verändert. Einen besonders großen Anteil am Zuwachs machen Aktienderivate aus. Im Juni 2008 errechnete die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich weltweit 683.725 Milliarden US-Dollar an ausstehenden außerbörslich gehandelten (*over-the-counter*) Derivaten.<sup>13</sup> Davon entfielen 10.177 Milliarden US-Dollar auf Aktienderivate (*equity-linked contracts*). Unterscheidet man nach verschiedenen Typen, so machten Aktienswaps und – forwards<sup>14</sup> 2.657 Milliarden US-Dollar und Aktienoptionen<sup>15</sup> 7.520 Milliarden US-Dollar aus.<sup>16</sup> Von den Forwards und Swaps bezogen sich 764 Milliarden US-Dollar auf US-Aktienwerte und 1.384 Milliarden US-Dollar auf westeuropäische Basiswerte. Von den Optionen bezogen sich 1.300 Milliarden auf US-Werte und 4.750 Milliarden US-Dollar auf westeuropäische Basiswerte.<sup>17</sup> Ein überwiegender Teil der Geschäfte hatte eine Laufzeit von unter einem Jahr.<sup>18</sup> Insbesondere die Zahl der Forwards und Swaps stieg in den letzten drei

---

<sup>13</sup> Vgl. <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>.

<sup>14</sup> Ein Aktien*forward* ist ein Vertrag, nach dem für einen bestimmten Preis zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft eine bestimmte Anzahl von Aktien an einen Vertragspartner geliefert werden muss, die Gegenpartei ist zur Abnahme verpflichtet. Wird er über eine Börse abgewickelt, so bezeichnet man ihn als Aktien*future*; siehe etwa Gerke (Hrsg.), Börsenlexikon, 2002, sub Forward, Future.

<sup>15</sup> Eine Aktien*option* ist ein vertraglich begründetes Recht, das einer Vertragspartei ermöglicht, zu einem bestimmten Zeitpunkt oder innerhalb eines bestimmten Zeitraums in der Zukunft eine bestimmte Anzahl von Aktien gegen einen festgelegten Preis zu verkaufen (*put*) oder zu kaufen (*call*); vgl. Casper, Der Optionsvertrag, 2005.

<sup>16</sup> Vgl. <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt22b22c.pdf>. Alle Geschäfte mit Optionsanteil wurden hier als "Optionsgeschäfte" gemeldet, unabhängig davon, ob sie auch noch zusätzlich einen Swap- oder Forwardanteil enthielten, Triennial Central Bank Survey December 2007: Foreign exchange and derivatives market activity in 2007, S. 37, abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>.

<sup>17</sup> <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt22b22c.pdf>.

<sup>18</sup> Nachweise abrufbar auf der Webseite der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, unter <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

Jahren überproportional an.<sup>19</sup> Während Aktienderivate mit vereinbartem *physical settlement* bei entsprechender Größenordnung von den Meldepflichten des Wertpapierhandelsgesetzes erfasst werden<sup>20</sup>, gilt dies für eine Abwicklung in Geld grundsätzlich nicht. Wirtschaftlich kann allerdings das gleiche Ergebnis erreicht werden, wie im Folgenden noch zu zeigen sein wird.

## 2. Die Rolle von Swaps in Übernahmesituationen

Swaps können als Wettinstrumente eingesetzt werden, wobei die eine Vertragspartei auf steigende und die andere auf fallende Kurse eines Basiswerts setzt. In diesem Fall braucht keine der beiden Parteien den Basiswert zu halten, auf den sich das Geschäft bezieht. Swapverträge können ferner dem zeitweiligen Wechsel der Anlagestrategie des Inhabers eines Aktienpakets dienen, ohne dass er die Inhaberschaft an den Aktien aufgeben müsste. So mag der Inhaber eines Aktienpakets mit der Gegenpartei des Swapvertrages vereinbaren, dass diese für einen bestimmten Zeitraum die Rendite aus den Aktien erhält, während dem Inhaber des Aktienpakets im Austausch hierfür ein fester Zinsanspruch eingeräumt wird. Am Ende der Periode wird der Überschuss, der sich zugunsten der einen oder der anderen Partei ergibt, abgerechnet und an denjenigen ausgezahlt, zu dessen Gunsten sich der Überschuss ergibt. In unserem Zusammenhang dienen die - in der Regel individuell ausgehandelten - Swapverträge dagegen dem Investor, dem künftigen Bieter, primär als Kurssicherungsgeschäft. Darüber hinaus kann er, je nach den getroffenen Vereinbarungen mehr oder weniger fest, damit rechnen, dass ihm bei Beendigung des Swapvertrages die Referenzaktien, auf die sich der Vertrag bezieht, angedient werden. Das bedeutet zugleich, dass andere potentielle Bieter von einem Übernahmeangebot und damit von einem Bieterwettbewerb abgehalten werden können. Bevor dies im Folgenden näher erläutert wird, darf bereits an dieser Stelle mit dem Hinweis auf die ganz unterschiedlichen Typen und Einsatzmöglichkeiten solcher Verträge<sup>21</sup> festgehalten werden, dass sich eine (kapitalmarkt-) rechtliche Einheitsbetrachtung und –behandlung solcher Verträge von vorneherein verbietet.

Übernimmt im Vorfeld einer geplanten Übernahme ein potentieller Bieter die *long*-Position in einem CfD mit Bezug auf die Aktien des Zielunternehmens, so sichert er damit den

---

<sup>19</sup> Triennial Central Bank Survey December 2007: Foreign exchange and derivatives market activity in 2007, S. 26, abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>.

<sup>20</sup> Siehe dazu unten unter III.

<sup>21</sup> Eingehend dazu *Firth*, Derivatives: Law and Practices, Loseblattslg., 2008, Rz. 15-012 ff.

Aktienkurs des Zielunternehmens für sich. Denn steigt nach der Bekanntgabe des Übernahmeangebots – wie üblich<sup>22</sup> – der Kurs der Aktien des Zielunternehmens, profitiert der Bieter an eben diesem Kursgewinn über seine CfD-Position und verbilligt damit faktisch den Übernahmepreis. Selbst den so auf den aktuellen Kurs festgeschriebenen Übernahmepreis braucht der Bieter nicht sofort aufzubringen; er leistet lediglich die Swap-Gebühr einschließlich des von ihm geforderten Einschusses. Der Swap schont also im Vergleich mit einem Direktkauf die Liquidität des Bieters. Diese Vorteile eines CfD kann der potentielle Bieter freilich nur unter der Voraussetzung für sich nutzen, dass der Aufbau einer solchen Position nicht meldepflichtig ist und nicht zu einer Zurechnung des Basiswerts, auf den sich der Swap bezieht, bei ihm führt; darauf ist noch zurückzukommen (unten III.).

Das Risiko der Kurssteigerung infolge eines späteren Übernahmeangebots geht bei einem reinen *Cash Settled Equity Swap* jedenfalls im Prinzip zu Lasten der Gegenpartei des Swap. Kreditinstitute als Gegenparteien werden sich freilich, auch wenn sie nichts von den Übernahmeabsichten des Investors wissen, schon aus Gründen der Eigenkapitalunterlegungspflicht gegen das Kursrisiko aus dem von ihnen erstellten Swap absichern.<sup>23</sup> Sie können entweder über weitere Derivate (*Call-Option*; Abschluss eines Swap über denselben Basiswert mit umgekehrter Risikoexposition, d.h. als *long* gehende Vertragspartei) das Kursrisiko an den Kapitalmarkt abgeben oder physisch Aktien des Zielunternehmens am Markt kaufen. Im letzteren Fall ist zwar zu erwarten, dass die Nachfrage den Kurs der Aktien des Zielunternehmens schon vor Bekanntwerden des Übernahmeangebots steigen lässt. Treten aber mehrere Wertpapierdienstleister als Käufer auf, die über einen längeren Zeitraum verteilt jeweils nicht meldepflichtige Bestände<sup>24</sup> erwerben, hält sich der Kursanstieg im Vergleich mit dem Kursanstieg beim meldepflichtigen Aufbau von Beteiligungspaketen durch einen potentiellen Bieter oder bei Vorlage eines Übernahmeangebots in Grenzen.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Im Fall *Schaeffler/Continental* sprang der Aktienkurs der Continental AG innerhalb weniger Tage nach Bekanntgabe der Übernahmeabsichten von unter 54 Euro pro Aktie auf ca. 74 Euro pro Aktie, vgl. *Habersack*, AG 2008, 817.

<sup>23</sup> Weiß der Ersteller des Swap oder vermutet er ein zukünftiges Übernahmeangebot des Investors, wird er keinesfalls das Kursrisiko aus dem Swap selbst tragen wollen. Zur Eigenkapitalunterlegungspflicht für Risikopositionen im Handelsbuch vgl. §§ 298 ff SolvabilitätsVO.

<sup>24</sup> Erwerb von nicht mehr als 5% der stimmberechtigten Aktien als Handelsbestand durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§§ 2, 2a WpHG), sofern dieses die Stimmrechte nicht ausübt. Vgl. dazu noch unten im Text nach Fn. 32.

<sup>25</sup> Allerdings bildet gerade der Fall *Schaeffler/Continental* hier ein Gegenbeispiel: In den zwei Monaten nach dem 17. März 2008, an dem sich *Schaeffler* über *Merrill Lynch* mit Swap-Geschäften über 28% der Continentalaktien abgesichert hatte, stieg deren Börsenkurs von knapp über 50 Euro auf über 80 Euro an.

Nach Veröffentlichung des Übernahmeangebots löst der Bieter die Swaps ein; der Ersteller löst infolgedessen auch regelmäßig seine Sicherungsposition auf. Hat der Ersteller physisch Referenzaktien als Absicherung erworben, so kann er diese in das Übernahmeangebot einbringen und so seine Sicherungsposition *en bloc* ohne die Gefahr eines Preisverfalls auflösen.<sup>26</sup> Rechtlich besteht zwar keine Andienungspflicht des Erstellers, also weder ein Anspruch des Bieters noch ein einseitig ausübbares Erwerbsrecht, aber faktisch ergibt sich für den Ersteller ein wirtschaftlicher Anreiz zur Andienung der Referenzaktien und damit zu einem „*physical settlement*“. Der Bieter hat infolgedessen den weiteren Vorteil, dass große Aktienblöcke auf sein Angebot hin eingebracht werden, und zwar wirtschaftlich zu dem durch den CfD festgeschriebenen Preis.<sup>27</sup> Dieser Umstand kann bereits im Vorfeld bei Bekanntwerden einer entsprechend großen Position solcher Derivate in den Händen eines potentiellen Bieters andere potentielle Bieter von einem Übernahmeangebot abhalten.

Wie angedeutet, ist offenbar in den hier interessierenden Fällen ebenfalls üblich, dass der Investor auch das wirtschaftliche Risiko aus der Auflösung der Sicherungsposition des Erstellers des Swap trägt. So kann dem Ersteller eine Ersetzungsbefugnis in der Weise eingeräumt werden, dass er die zur Sicherung übernommenen Aktien der Zielgesellschaft an Zahlungs statt an den Investor liefern darf. Alternativ kann auch vorgesehen sein, dass der Ersteller die als Sicherheit aufgebaute Aktienposition wirtschaftlich sinnvoll („*commercially reasonable*“) verwertet, und der Zahlungsanspruch des Investors sich auf einen nach dem Kursgewinn der Referenzaktien bemessenen Anteil am Erlös aus dem Abbau der Aktienposition beschränkt. Der Aufbau einer Sicherungsposition des Erstellers kann insofern auch Vertragsbestandteil sein. Die Vorgehensweise hängt immer vom jeweiligen Einzelfall ab. Es ist jedenfalls grundsätzlich weder Vertragsbestandteil eines CfD, dass der Ersteller seine Position mit einem *natural hedge* absichern muss, noch, dass er die Referenzaktien später in ein Übernahmeangebot einbringen muss.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> Eine weitere Möglichkeit des kursschonenden Verkaufs ist die Abgabe der Aktien der Swapgegenpartei an einen *Weißer Ritter*, vgl. auch *Habersack*, AG 2008, 817, 818.

<sup>27</sup> Die Rechnung geht für den Bieter freilich dann nicht wie kalkuliert auf, wenn der Marktpreis nach Vorlage des Übernahmeangebots über den angebotenen Übernahmepreis klettert. Die Bank wird dann, wenn nichts anderes vereinbart ist, nicht zum Übernahmepreis, sondern zum Marktpreis andienen wollen, was zur Folge hat, dass der der Bank dann gezahlte Marktpreis den Übernahmepreis wegen der Pflicht zur Gleichbehandlung aller Angebotsempfänger insgesamt nach oben zieht (vgl. § 31 Abs. 4 WpÜG).

<sup>28</sup> Vgl. auch die BaFin nach einer Untersuchung der Vorgehensweise der Schaeffler KG im Fall Continental: „Mitteilungspflichtig im Sinne des Gesetzes sind nur solche Finanzinstrumente, die den Inhaber des Finanzinstruments berechtigen, einseitig mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien zu erwerben“, vgl. Pressemitteilung der BaFin vom 21. 8. 2008 und Bericht der Börsen-Zeitung vom 22. 08. 2008 Nr. 162, S. 10.

Ebenso wenig ist notwendiger Bestandteil eines CfD, dass der Ersteller des Swap für den Fall einer außerordentlichen Hauptversammlung im Zielunternehmen stimmberechtigte Aktien hält oder beschafft und diese im Sinne des Bieters abstimmt. Daß der Text des schriftlichen Vertrages hierzu nichts enthält, besagt freilich nicht zwingend, dass eine entsprechende Vereinbarung nicht getroffen worden ist. Hierauf wird denn auch in der Literatur mitunter abgestellt: Es gebe zwar regelmäßig diesbezüglich keine rechtlich bindende Vereinbarung zwischen den Vertragsparteien des Swap, jedoch sei allen bekannt, dass die Referenzaktien „am Ende“ physisch in die Hände des Bieters gelangen sollten.<sup>29</sup> Der Ersteller des CfD solle Aktien des Zielunternehmens physisch erwerben und auf einer außerordentlichen Hauptversammlung im Sinne des Bieters stimmen. Der spätere Bieter berücksichtige dies schon bei der Auswahl der Swap-Gegenpartei.<sup>30</sup> Insofern sei in Übernahmefällen von einem „gentlemen’s agreement“, einem „unwritten understanding“ oder einem „unwritten arrangement“ zwischen den Parteien auszugehen.<sup>31</sup>

Zwingend ist diese Annahme allerdings nicht: Jedenfalls Kreditinstitute und sonstige Wertpapierdienstleister als Gegenpartei dürften vielmehr in solchen Fällen regelmäßig eine *non-voting policy* verfolgen.<sup>32</sup> Sollten tatsächlich Aktien des Zielunternehmens als physische Absicherung des Swap erworben worden sein, werden sie mit großer Wahrscheinlichkeit, jedenfalls bei Positionen über der Meldeschwelle von 3% (§ 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG), gemäß § 23 Abs. 1 WpHG in den Handelsbestand übernommen,<sup>33</sup> was voraussetzt, dass die Stimmrechte nicht ausgeübt werden, und die Referenzaktien entsprechend eingesetzt, zum Beispiel für die Laufzeit des Swapvertrages im Wege eines Wertpapierdarlehens veräußert werden. Das Wertpapierdarlehen kann zum einen erfolgen, um zusätzliche Einkünfte für den Ersteller des Swap zu generieren,<sup>34</sup> wird aber wohl auch verabredet, um sicherzustellen, dass

---

<sup>29</sup> Schanz, DB 2008, 1899, 1901 spricht in Anlehnung an *Fehr*, ftd v. 15. 07. 2008 von der Möglichkeit einer „augenzwinkernden“ Umgehung der Meldevorschriften.

<sup>30</sup> Vgl. zu dieser Praxis eingehend *Habersack*, AG 2008, 817, 819 unter Hinweis auf die Entscheidung des U.S. District Court for the Southern District of New York vom 11.06.2008 in Sachen *CSX Corporation vs. The Children’s Investment Fund Management LL.P. et al.*

<sup>31</sup> Vgl. auch Court of Appeal, New Zealand, in *re Perry Corporation vs. Ithaca (Custodian) Ltd.* v. 01. 11. 2003, abrufbar unter [http://ipsofactoj.com/international/2005/Part04/int2005\(04\)-011.htm](http://ipsofactoj.com/international/2005/Part04/int2005(04)-011.htm).

<sup>32</sup> Siehe dazu auch die empirischen Feststellungen der britischen Finanzmarktaufsicht; Financial Services Authority (FSA), *Disclosure of Contracts for Difference*, Consultation Paper 07/20, 2007, Annex 4, S. 20 – 25, Questions 26 – 30.

<sup>33</sup> Anders allerdings im Fall *Schaeffler/Continental*: Die beteiligten Banken hielten ihre Continental Aktien aus den Sicherungsgeschäften offenbar nicht im Handelsbestand. Das war dort auch nicht erforderlich, weil die Swapgeschäfte nur in einem Fall zu einem Erwerb jenseits der 3% - Schwelle des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG führte. - Zum „Handelsbestand“ gemäß § 23 WpHG *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340, 347 m. w. Nachweisen.

<sup>34</sup> Dazu etwa *Schwintowski/F. Schäfer*, Bankrecht, 2. Aufl. 2004, § 22 Rz. 8.

keine Meldepflicht ausgelöst wird.<sup>35</sup> Stimmrechte aus Aktien, für die ein Wertpapierdienstleister eine Befreiung von der Meldepflicht nach § 23 Abs. 1 WpHG in Anspruch nimmt, können nicht ausgeübt werden (§ 23 Abs. 5 WpHG).

### III. Swaps im geltenden Kapitalmarktrecht

Einige Autoren sehen in Fällen wie *Schaeffler/Continental* schon nach geltendem Recht eine Verletzung der in §§ 21 ff WpHG, §§ 30, 35 WpÜG geregelten wertpapierhandels- und übernahmerechtlichen Meldepflichten und Zurechnungsnormen.<sup>36</sup> Die Begründungen hierfür weichen allerdings voneinander ab.

#### 1. §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG

Nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG (und der entsprechenden Vorschrift des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG) stehen eigenen Stimmrechten des Meldepflichtigen bzw. Angebotspflichtigen die Stimmrechte aus solchen Aktien gleich, die zwar rechtlich einem Dritten gehören, von diesem jedoch für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden. Fallen formale und wirtschaftliche Eigentümerstellung auseinander, so kann ein solcher Fall des „Haltens für fremde Rechnung“ vorliegen. Typische Fälle des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG sind beispielsweise die (Verwaltungs-)Treuhand und die mittelbare Stellvertretung.<sup>37</sup>

Charakteristisch für ein „Halten für fremde Rechnung“ sind folgende Elemente: Erstens, der Eigentümer im Rechtssinne ist nicht mit dem (meldepflichtigen) „wirtschaftlichen

---

<sup>35</sup> Ob hierfür eine Weitergabe im Rahmen eines Wertpapierdarlehens tatsächlich erforderlich ist, ist allerdings fraglich. Aktien, die zur Absicherung von Risiken aus Finanzinstrumenten erworben und gehalten werden, deren Erstellung für die Bank eine Wertpapierdienstleistung darstellt, können von ihr, da es sich um ein Hilfsgeschäft einer Wertpapierdienstleistung handelt, ebenfalls auf das Handelsbuch genommen und damit die Freistellung gemäß § 23 Abs. 1 WpHG hierfür in Anspruch genommen werden (vgl. *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340, 347; ebenso ausdrücklich für das ähnliche brit. Recht Rule 5.3.1 R (5) (c) brit. DTR [oben Fn. 8]; anders insoweit *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2009, § 23 Rz. 11). Steigt der Bestand an Aktien im Handelsbuch allerdings über 5%, so ist zweifelhaft, ob der freigestellte Bestand mit dem übersteigenden Bestand zusammenzurechnen ist (so jetzt wohl der Emittentenleitfaden der BaFin vom 28. 4. 2009 unter VIII. 2.6.2; vgl. das dort gebildete Beispiel). Bejaht man dies, dann wäre ein Wertpapierdarlehen ein denkbarer Weg, um dieser Zusammenrechnung vorzubeugen. Ob sich eine Bank auf die Freistellung gemäß § 23 Abs. 1 WpHG berufen könnte, wenn sie aufgrund einer Vereinbarung mit dem Investor für diesen Aktien für eine bestimmte Zeit „parkt“ (dazu *Cascante/Topf*, AG 2009, 73, 65) ist eine andere Frage.

<sup>36</sup> Ausführlich zum Meinungsstand *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1504 ff; *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022 ff; *Schanz*, DB 2008, 1899 ff; *Schanz/Schalast* (Hrsg.), Frankfurt School – Working Paper Series Nr. 100; *Noack/Zetzsche*, in: Festschrift für Schwark, 2009, S. 569, 572 ff; *Hutter/Kaulamo/Plepelits*, a.a.O. (Fn. 9), S. 213, 218 ff; *Brandt*, BKR 2008, 441, 445 ff. - Insiderrechtliche Fragen bleiben hier ausgeblendet; dazu etwa *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 57 ff; *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340 ff, 346 f.

<sup>37</sup> *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1503; *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2009, § 22 Rz. 48, 50.

Eigentümer“ identisch. Dies bedeutet, dass das Risiko des Wertverfalls oder des unverschuldeten Untergangs der wirtschaftliche Eigentümer trägt, dass ihm aber auch die positive Entwicklung des Treuguts (der meldepflichtigen Aktien) zugute kommt; das Vermögen des Treuhänders, des Eigentümers im Rechtssinne, wird durch beide Entwicklungen dagegen nicht berührt (dazu a). Zweitens kann der wirtschaftliche Eigentümer Weisungen im Hinblick auf das Treugut erteilen, insbesondere auch die Herausgabe des Treuguts erwirken oder beanspruchen oder eine Verwertung für Rechnung des Treugebers fordern (dazu b). Insbesondere ist der Eigentümer im Rechtssinne dem wirtschaftlichen Eigentümer verpflichtet, Weisungen hinsichtlich der Stimmrechtsausübung nachzukommen (dazu c).

a) Der CfD als Vertragstyp setzt nicht voraus, dass dem Ersteller eines *Cash Settled Equity Swap* rechtlich die Referenzaktien im Sinne der §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG „gehören“.<sup>38</sup> Das ist allerdings dann anders, wenn der Ersteller des Swap Referenzaktien zur Absicherung seiner Risikoposition aus dem Swapvertrag erwirbt („*natural hedge*“). In diesem Fall entsprechen die Positionen der Vertragsparteien eines Swap jedenfalls formal dem „Halten für fremde Rechnung“. Denn die Eigentümerstellung im Rechtssinne und die Stellung dessen, der einerseits wie ein Eigentümer das Risiko des Kursverfalls des Basiswerts trägt, andererseits aber auch von der positiven Wertentwicklung des Basiswerts profitiert, fallen auseinander. Die Stellung des Erstellers eines Swap kann aber nicht schon deshalb ohne weiteres mit der eines bloßen Treuhänders oder mittelbaren Stellvertreters gleichgesetzt werden. Das Vermögen eines Treuhänders oder eines mittelbaren Stellvertreters bleibt von einer von ihm nicht zu vertretenden Wertentwicklung des Treuguts unberührt. Der Ersteller des Swap trägt dagegen ein wirtschaftliches Risiko der

---

<sup>38</sup> Grundsätzlich erfordert „Gehören“ Eigentum an Aktien. Ob auch ein mittelbares „Gehören“ genügt (die Aktien werden von einem Dritten gehalten, der sie für Rechnung des Treuhänders hält; sog. Kettentreuhand), mag hier offenbleiben; dazu (bejahend) etwa *Schwark*, in: ders. (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 3. Aufl. 2004, § 22 WpHG Rz. 4; *U.H. Schneider*, in: Assmann/U.H.Schneider (Hrsg.), *WpHG*, 4. Aufl. 2006, § 22 Rz. 57; *Dehlinger/Zimmermann*, a.a.O. (Fn. 37), § 22 Rz. 51; verneinend v. *Bülow*, *KK-WpHG*, 2007, § 22 Rz. 63. Erwirbt der Ersteller des CfD keine Aktien zu Eigentum, sondern sichert er seine Risikoexposition aus dem Swap durch Erwerb einer Option (*call*) oder durch Abschluss eines „gegenläufigen“ Swap ab, in dem der Ersteller des ersten Swap als *long* gehende Vertragspartei auftritt, so führt dies nicht zur Zurechnung nach §§ 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG an den Investor des ersten Swap. Denn die Aktien, auf die sich der Optionsvertrag bzw. der gegenläufige Swap bezieht, „gehören“ nicht dem Ersteller des ersten Swap. Das wäre allenfalls dann anders zu beurteilen, wenn es sich um Fälle einer sog. „Kettentreuhand“ handeln würde. Der Swapvertrag begründet aber in der Regel kein Treuhandverhältnis; vgl. dazu den Text. - Zur Zurechnung der Aktien an den Investor nach §§ 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG hinsichtlich solcher Aktien, die der Ersteller des Swap zwecks Risikoabsicherung erworben und sofort im Wege eines Wertpapierdarlehens weitergegeben hat, unten Fn. 44.

Wertentwicklung des Basiswerts, nämlich das Risiko des Kursanstiegs, der dem Investor bei Ende des Swapvertrages zu vergüten ist.

Daran ändert sich auch nichts dadurch, dass der Ersteller sich seinerseits gegen dieses Risiko absichert. Anders ist dies nur dann zu beurteilen, d.h. das erste Merkmal des „Halten für fremde Rechnung“ ist zu bejahen, wenn der Investor nach dem Swapvertrag im Wesentlichen auch das Erstellerrisiko aus dem Kursanstieg des Basiswerts trägt, so dass der Ersteller im Ergebnis nur, wie bei einer Verwaltungstreuhand, eine feste Vergütung für eine Wertpapierdienstleistung bezieht. Das Erstellerrisiko trägt der Investor etwa dann, wenn dem Ersteller eine Ersetzungsbefugnis in der Weise eingeräumt ist, dass er zur Sicherung übernommene Referenzaktien an Zahlungs statt an den Investor liefern darf. Er trägt das Erstellerrisiko ferner dann, wenn er die als Sicherheit aufgebaute Aktienposition wirtschaftlich sinnvoll („*commercially reasonable*“) zu verwerten hat, und der Zahlungsanspruch des Investors sich auf einen nach dem Kursgewinn der Aktien bemessenen Anteil am Erlös aus dem Abbau der Aktienposition beschränkt.

b) Ein „Halten für fremde Rechnung“ setzt jedenfalls typischerweise ferner voraus, dass der wirtschaftliche Eigentümer Weisungen im Hinblick auf das Treugut erteilen, insbesondere auch die Herausgabe des Treuguts erwirken oder beanspruchen oder eine Verwertung für seine Rechnung fordern kann.<sup>39</sup>

Einen Anspruch auf Herausgabe oder ein Erwerbsrecht des Investors und potentiellen Bieters oder ein hierauf gerichtetes Weisungsrecht sieht der Swapvertrag typischerweise nicht vor. Der Investor darf zwar darauf hoffen, dass ihm der Aktienbestand des Erstellers angedient wird, wenn es zu einem Übernahmeangebot kommt. Hoffnungen sind aber, auch wenn das erhoffte Verhalten wirtschaftlich sinnvoll erscheint, mit einem Anspruch oder einem Erwerbsrecht nicht gleichzusetzen. Im Übrigen muss der Verkauf in das Übernahmeangebot hinein keineswegs die wirtschaftlich einzig sinnvolle Strategie sein. Der Ersteller des Swap kann, wenn nichts anderes vereinbart ist (dazu sogleich), die Referenzaktien z.B. auch einem „Weißen Ritter“ andienen, falls dieser mehr bietet. Er könnte auch, ohne seine Vertragspflichten zu verletzen, den Bestand einfach in der Hoffnung auf weitere Kurssteigerungen nach erfolgreicher Übernahme (oder bei absehbarem Scheitern einer

---

<sup>39</sup> Zur Frage, ob für die Zwecke der §§ 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG hierauf verzichtet werden kann und ein Weisungsrecht in Bezug auf die Ausübung des Stimmrechts genügen sollte, siehe unten c).

Übernahme) behalten, also auf das Angebot gar nicht eingehen. Das spricht dagegen, dass der Ersteller eines Swap in solchen Fällen die Aktien „für Rechnung“ des Investors hält.

Von einem Herausgabeanspruch des (potentiellen) Bieters wäre dagegen auszugehen, wenn die Parteien des Swapvertrages vereinbart hätten oder zwischen ihnen ein *gentlemen's agreement* zustande gekommen und nachweisbar wäre, dass der Ersteller des Swap die Referenzaktien in das Übernahmeangebot einzuliefern hat. Ein *gentlemen's agreement* mit diesem Inhalt ist allerdings noch nicht daraus zu schließen, dass zwischen den Parteien des Swapvertrages Einvernehmen darüber besteht, dass der Ersteller zur Absicherung des Kursrisikos im Wege des „*natural hedge*“ Aktien an der Zielgesellschaft erwerben wird.

Selbst wenn aber – darauf sei nur am Rande hingewiesen – der CfD dem Investor sogar das Recht verleihen würde, kraft der im Swapvertrag getroffenen Vereinbarung die Referenzaktien, auf deren Kursentwicklung sich der Swap bezieht, zu erwerben, würde dies für das Merkmal des „für Rechnung Haltens“ in §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG allein nicht ausreichen. Über den schuldrechtlichen Herausgabe- oder Übereignungsanspruch hinaus muss bereits vor der Erfüllung dieses Anspruchs ein Einfluss des Anspruchsberechtigten auf die von dem Dritten gehaltenen Aktien gegeben sein. Das ergibt sich unmittelbar aus § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG, der für den schlichten Fall des Bestehens eines Übereignungsanspruchs eine gesonderte, in den §§ 21, 22 WpHG gerade nicht enthaltene Mitteilungspflicht begründet; und in § 30 WpÜG<sup>40</sup> fehlt es an einer dem § 25 Abs. 1 WpHG entsprechenden Norm ganz.

Ein „Halten für fremde Rechnung“ mag sich, neben einem Recht auf Herausgabe des Treuguts, auch darin zeigen, dass der Treugeber Verwertung des Treuguts für seine Rechnung fordern kann. Auch insoweit mag dem Swapvertrag wieder eine entsprechende *Berechtigung* des Erstellers zu entnehmen sein; dem korrespondiert im typischen Fall des Swap aber keine entsprechende *Verpflichtung* des Erstellers gegenüber dem Investor einschließlich der Pflicht, einen erzielten Veräußerungserlös an diesen auszukehren.

c) Die vorherrschende Auslegung der §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG verzichtet allerdings darauf, Ansprüche oder Weisungsrechte des Treugebers in dem soeben unter b) erörterten Sinn zu fordern, und stellt, orientiert am Zweck dieser

---

<sup>40</sup> Siehe demgegenüber §§ 23 Abs. 1 S. 2, 31 Abs. 6 WpÜG.

Zurechnungsnormen, von vorneherein nur auf die beiden Merkmale der „Risikotragung“ (dazu oben a) und des „Stimmrechtseinflusses“ des Treugebers (dazu im Folgenden) ab.<sup>41</sup>

Nach in der Literatur vertretenen Auffassungen soll, was die Stimmrechtsausübung durch einen Treuhänder angeht, kein formales Weisungsrecht des Treugebers erforderlich sein, sondern ein faktischer Einfluss genügen.<sup>42</sup> Wie oben gezeigt, ist ein solcher Einfluss auf Stimmrechte aus Aktien jedoch gerade kein typischer Gegenstand eines CfD. Handelt es sich bei dem Ersteller des Swap wie üblich um eine Bank, wird diese regelmäßig aus den Gründen des § 23 Abs. 1 WpHG<sup>43</sup> sicherstellen, dass die Stimmrechte aus den zu Hedgezwecken angeschafften Referenzaktien nicht ausgeübt werden, und überdies die betreffenden Aktien mittels Wertpapierdarlehens weiterreichen.<sup>44</sup> Außer in Ausnahmefällen kommt somit eine Meldepflicht nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG nicht in Betracht.<sup>45</sup>

## 2. §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG, 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG (und die entsprechende Vorschrift des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG) stellt eigenen Stimmrechten des Melde- bzw. Angebotspflichtigen auch Stimmrechte aus Aktien gleich, die der potentiell Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann. Hierunter fallen jedoch nur solche Gestaltungen, in denen der Berechtigte den dinglichen Erwerb durch einseitige Erklärung herbeiführen kann.<sup>46</sup> Dies

---

<sup>41</sup> Zu diesem Merkmal siehe v. *Bülow*, KK-WpHG, a.a.O. (Fn. 38), § 22 Rz. 66; *U.H. Schneider*, in: Assmann/U.H.Schneider (Hrsg.), WpHG, a.a.O. (Fn. 38), § 22 Rz. 47; *Opitz*, in: Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetz, 2. Aufl. 1. Lfg. 01/2006, § 22 WpHG Rz. 30.

<sup>42</sup> v. *Bülow*, KK-WpHG, a.a.O. (Fn. 38), § 22 Rz. 66; *Opitz*, a.a.O. (Fn. 41), § 22 WpHG Rz. 30; *Dehlinger/Zimmermann*, a.a.O. (Fn. 37), § 22 Rz. 49; einschränkend *U.H. Schneider*, in: Assmann/U.H.Schneider (Hrsg.), WpHG, a.a.O. (Fn. 38), § 22 Rz. 47: der tatsächliche Einfluss müsse darauf beruhen, dass der potentiell Meldepflichtige das wirtschaftliche Risiko trage. Zur Verwaltungsauffassung der BaFin und zu VG Frankfurt a.M. BKR 2007, 40 ff s. *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340, 348 li. Sp.

<sup>43</sup> Vgl. dazu aber die Gestaltung im Fall *Schaeffler/Conti* (s. oben Fn. 33); dazu *Habersack*, AG 2008, 817, 818 re. Sp.

<sup>44</sup> In diesem Fall hält die Bank die angeschafften Aktien auch nicht in dem kurzen Zeitraum zwischen Anschaffung der Aktien und ihrer Weitergabe durch Wertpapierdarlehen „für Rechnung“ des Investors, weil in diesem Zeitraum eine weisungsgebundene Stimmrechtsausübung und ein daraus resultierender potentieller Einfluss des Investors praktisch nicht in Betracht kommen und die Bank sicherstellen wird, dass die Stimmrechte nicht ausgeübt werden. Allgemein zu den Meldepflichten bei Wertpapierdarlehen etwa v. *Bülow*, KK-WpHG, a.a.O. (Fn. 38), § 22 Rz. 83 ff m.w.N.; zuletzt *U. H. Schneider/Brouwer*, in: Festschrift für K. Schmidt, 2009, S. 1411 ff; Emittentenleitfaden der BaFin vom 28. 4. 2009 unter VIII.2.5.2.2.

<sup>45</sup> Ebenso *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1505 f m.w.N.; *Hutter/Kaulamo/Plepelits*, a.a.O. (Fn. 9), S. 213, 222; *Noack/Zetzsche*, a.a.O. (Fn. 36), S. 576; *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 67 f; *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340, 348; *Schiessl*, Der Konzern 2009, 1, 8 f; a.A. *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2110; *Habersack*, AG 2008, 817, 818 (dieser allerdings in Bezug auf die besondere Konstellation im Fall *Schaeffler/Conti*).

<sup>46</sup> v. *Bülow*, KK-WpHG, a.a.O. (Fn. 38), § 22 Rz. 111 ff mit ausführlicher Darstellung der Debatte hierzu vor Einführung des neuen § 25 Abs. 1 S. 1 WpHG; *U.H. Schneider*, in: Assmann/U.H.Schneider (Hrsg.), WpHG,

hat der Gesetzgeber mit der Einführung des neuen § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG explizit klargestellt.<sup>47</sup> Eine Pflicht, CfD hiernach zu melden, scheidet somit aus.<sup>48</sup>

### 3. §§ 22 Abs. 2 WpHG und 30 Abs. 2 WpÜG

Eine Zurechnung von Stimmrechten aufgrund einer Verhaltensabstimmung mehrerer Stimmrechtsinhaber (§§ 22 Abs. 2 WpHG und 30 Abs. 2 WpÜG) setzt neben weiteren Voraussetzungen auch nach der Neuregelung durch das Risikobegrenzungsgesetz eine Verhaltensabstimmung in Bezug auf eine Einflussnahme auf den Emittenten, etwa durch die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung, voraus. Eine bloße Übereinstimmung darüber, dass der Ersteller des CfD Referenzaktien zu Sicherungszwecken erwerben wird, ohne weitergehende Zielsetzung in Bezug auf die Zielgesellschaft, wird explizit nicht erfasst.<sup>49</sup> Etwas anderes ergibt sich auch nicht für § 30 Abs. 2 WpÜG aus Art. 5 Abs. 1 Satz 1 der Übernahmerichtlinie.<sup>50</sup> Anders mag dies dann liegen, d.h. eine Zurechnung mag in Betracht kommen, wenn der oder die Ersteller eines CfD nachweislich bewusst in die Übernahmestrategie des Investors eingebunden sind und beim Aufbau der hierfür erforderlichen Beteiligung mitwirken.

### 4. § 25 Abs. 1 WpHG

2007 hat das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz<sup>51</sup> einen neuen § 25 Abs. 1 WpHG eingeführt. Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente hält, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung vom Vertragspartner mit Stimmrechten verbundene Aktien eines deutschen Emittenten fordern zu können, hat dies der BaFin und dem Emittenten mitzuteilen, wenn die Meldeschwellen von 5,

---

a.a.O. (Fn. 38), § 22 Rz. 89 ff; *Opitz*, a.a.O. (Fn. 41), § 22 WpHG Rz. 57; *Dehlinger/Zimmermann*, a.a.O. (Fn. 37), § 22 Rz. 65.

<sup>47</sup> Begr. des RegE zum Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/2498, S. 37; dazu *Nießen*, NZG 2007, 41, 43 und *Schlitt/Schäfer*, AG 2007, 227 ff; jetzt auch – allerdings weiterhin mit rechtspolitischer Kritik – *Bayer*, in: MünchKomm AktG, 3. Aufl. 2008, § 22 Anh. zu § 22 WpHG Rz. 29 f.

<sup>48</sup> Ebenso *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1506; *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022, 2023; *Schanz*, DB 2008, 1899, 1900 f; *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 68.

<sup>49</sup> *Schanz*, DB 2008, 1899, 1901; *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 66; *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340, 348; je m. w. Nachweisen.

<sup>50</sup> Eingehend dazu m.w.N. zu Gegenstimmen in der Literatur *Hutter/Kaulamo/Plepelits*, a.a.O. (Fn. 9), S. 213, 223 ff; *Noack/Zetzsche*, a.a.O. (Fn. 36), S. 573 f.

<sup>51</sup> 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 – TUG) vom 05.01.2007, BGBl. I 2007, S. 10 vom 10.01.2007.

10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75% erreicht, unter- oder überschritten werden. Nach der Gesetzesbegründung werden hiervon erfasst: Kaufverträge, Tauschverträge oder sonstige Festgeschäfte und Optionsgeschäfte, „die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß des Basiswerts ableitet, mit Aktien als Basiswert. Der Erwerb der zugrunde liegenden Aktien darf nur noch vom Willen des potentiell Meldepflichtigen und nicht von äußeren Umständen abhängen“.<sup>52</sup> Das Finanzinstrument selbst muß nicht handelbar sein.<sup>53</sup> § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG deckt somit *Aktienforwards* und *-futures* als Festgeschäfte ab. Auch schuldrechtliche Optionen auf den Erwerb von stimmberechtigten Aktien und *Equity Swaps*, die auf Realerfüllung in Aktien gerichtet sind, werden erfasst,<sup>54</sup> nicht dagegen *Cash Settled Equity Derivate*, die dem Investor keinen Anspruch auf Übertragung des Basiswerts vermitteln.<sup>55</sup>

## 5. Gesetzesumgehung durch Einsatz von Swaps?

Es bleibt die Frage, ob sich der Einsatz von CfD als Fall einer Gesetzesumgehung, insbesondere als Umgehung der eine Meldepflicht auslösenden Vorschriften der §§ 21 ff WpHG, darstellt. Die Folge der Umgehung ist die Anwendung der umgangenen Norm.<sup>56</sup> Der Sinn und Zweck der Meldepflichten der §§ 21 ff WpHG spricht dafür, unter bestimmten Voraussetzungen auch den Einsatz von CfD einzubeziehen.<sup>57</sup> Andererseits hat der Gesetzgeber gerade auch im Hinblick auf die einschneidenden Sanktionen einer Verletzung der Meldepflichten (vgl. §§ 28, 39 Abs. 2 WpHG) versucht, mit Hilfe kasuistisch geregelter

---

<sup>52</sup> Begr. des RegE zum Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/2498, S. 36. Siehe dazu auch *Weber-Rey*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, § 23 Rz. 138; *Bayer*, in: MünchKomm AktG, a.a.O. (Fn. 49), § 22 Anh. zu § 25 WpHG Rz. 1; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1503; *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 471, 475.

<sup>53</sup> *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 63 f m. Nachweisen.

<sup>54</sup> Der „Swap“ ist, gleich, ob effektive Lieferung oder Abrechnung in bar vereinbart ist, ein Derivat im Sinne des § 2 Abs. 2 WpHG und damit Finanzinstrument im Sinne des § 2 Abs. 2b WpHG; vgl. die Begründung zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 8 und die Bezugnahme auf Anhang I Abschnitt C Nr. 4 der Richtlinie 2004/39/EG, ABl.L 145 vom 30. 4. 2004, S. 1 mit der ausdrücklichen Einbeziehung sowohl von *cash settled* wie von *physically settled swaps* in die Derivatkontrakte.

<sup>55</sup> Ebenso *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 471, 475; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1504; *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2011, 2024; *Hutter/Kaulamo/Plepelits*, a.a.O. (Fn. 9), S. 213, 226; vgl. auch *Schlitt/Schäfer*, AG 2007, 227, 234; *Dehlinger/Zimmermann*, a.a.O. (Fn. 37), § 25 Rz. 9; ebenso jetzt der Emittentenleitfaden der BaFin vom 28. 4. 2009 unter VIII.2.8.1; a.A. *U.H. Schneider/Brouwer*, AG 2008, 557, 562 ff. - Aus der Interpretation des einschlägigen Art. 11 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, ABl. Nr. L 69 vom 9.03.2007, S. 27, ergibt sich nichts anderes: Dieser umfasst lediglich Fälle, in denen die dem Swap zugrunde liegenden Aktien tatsächlich geliefert werden müssen.

<sup>56</sup> Zur Gesetzesumgehung siehe etwa *Flume*, Das Rechtsgeschäft, 3. Aufl. 1979, § 17/5, § 20/2; *Larenz/Wolf*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 9. Aufl. 2004, § 40 V.

<sup>57</sup> Dazu unten IV. 1.

Einzelatbestände und ziffernmäßig bestimmter Meldeschwellen diese Meldepflichten einzugrenzen und dadurch weitere denkbare, aber eben nicht erfasste Beteiligungserwerbe usw. aus den Meldepflichten ausgegrenzt. Die „Lückenhaftigkeit“ ist insofern durchaus im Regelungsansatz der §§ 21 ff WpHG angelegt. Es kommt hinzu, dass die Voraussetzungen, unter denen CfD in das Melderegime der §§ 21 ff WpHG einbezogen werden könnten, durchaus nicht bereits zwingend im Sinne einer konsistenten, in sich stimmigen Regelung feststehen, so dass der Rechtsanwender diese auch ohne explizite gesetzliche Regelung einfach durch Analogieschlüsse entwickeln könnte.<sup>58</sup> Das alles schließt aus, von besonderen, eher untypischen Vereinbarungen abgesehen, im Einsatz von CfD grundsätzlich eine „Umgehung“ der §§ 21 ff WpHG zu sehen und bereits *de lege lata* insoweit Meldepflichten anzunehmen.<sup>59</sup>

## 6. *Zwischenergebnis*

Zusammenfassend ist bisher festzuhalten: Das wertpapierhandelsrechtliche Melderegime ist zwar bereits einigermaßen umfassend ausgeformt. Dingliche und schuldrechtliche Optionsgeschäfte, Festgeschäfte und Swapgeschäfte mit Realerfüllung sind abgedeckt. Wertpapierbezogene Swapgeschäfte mit Barerfüllungspflicht sind dagegen, sofern keine besonderen Gestaltungen vorliegen, nicht erfasst. Allerdings vermitteln diese Geschäfte, wenn keine weitergehenden Vereinbarungen getroffen oder nachweisbar sind, auch weder einen Einfluss auf die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien des Emittenten noch einen Anspruch auf Erhalt dieser stimmberechtigten Aktien. Damit stellt sich die Frage, ob diese Gestaltungen *de lege ferenda* in die Zurechnungsvorschriften des WpHG und des WpÜG einbezogen werden sollten. Bevor dem nachgegangen wird (unten IV., V.), ist ein Blick auf sonstige Lösungsvorschläge zu werfen.

## 7. *Sonstige Lösungsmöglichkeiten de lege lata*

### a) **Gebot der „rechtzeitigen“ Abgabe eines Übernahmeangebots**

In der Literatur hat man an das Gebot der „Rechtzeitigkeit“ eines Übernahmeangebots nach § 10 WpÜG erinnert. Nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG hat der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots „unverzüglich“ zu veröffentlichen. Verstöße hiergegen sind mit

---

<sup>58</sup> Siehe dazu die Überlegungen unten unter V.

<sup>59</sup> A. A. U.H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 8 (Umgehung des § 25 WpHG).

Bußgeld bedroht (§ 60 Abs. 1 Nr. 1. a) WpÜG). Nach *Schanz* soll daraus, dass ein (potentieller) Bieter „substantielle finanzielle Positionen“ in einem Zielunternehmen aufbaut, geschlossen werden können, dass die Entscheidung für ein Übernahmeangebot schon gefallen sei.<sup>60</sup> Werde ein Übernahmeangebot erst danach unterbreitet, so sei dieses verspätet.

Dem wird man nicht unbesehen zustimmen können. Heute bauen vielfach „strategische Investoren“ unbemerkt über Swapverträge Positionen in potentiellen Zielunternehmen auf, um von einem erwarteten Anstieg des Börsenkurses profitieren zu können. Hieraus ist keine Übernahmeabsicht zu schließen. Auch aus dem Faktum *ex post*, d.h. dem Umstand, dass tatsächlich z. B. ein Hedgefonds zunächst Swappositionen aufgebaut und später allein oder im Verein mit anderen ein Übernahmeangebot vorgelegt hat, kann man nicht mit der für das Ordnungswidrigkeitenverfahren notwendigen Gewissheit schließen, dass die Beteiligung an der Übernahme von vorneherein die einzige geplante Handlungsalternative gewesen sei, das Angebot also verspätet vorgelegt worden ist.

Maßgebend für die Frage, ob ein Bieter eine „Entscheidung“ zur Abgabe eines Angebots getroffen hat, ist, ob sich bereits im Aufbau von CfD-Positionen der Wille zur (späteren) Abgabe eines Erwerbsangebots manifestiert. Das ist eine Frage der Auslegung der vom Investor getroffenen Vereinbarungen unter Berücksichtigung der Umstände jedes Einzelfalls. Ein Abrücken von dem Plan der Abgabe eines Angebots darf nicht mehr ernstlich in Betracht kommen.<sup>61</sup> Selbst wenn ein unternehmerischer Investor sich eine Aktienbeteiligung unterhalb der Meldeschwelle des § 21 WpHG sichert und im Übrigen erhebliche CfD-Positionen aufgebaut hat, setzt eine „Entscheidung“ im Sinne des § 10 WpÜG immer noch einen ausdrücklichen entsprechenden Beschluss der Leitungsorgane des Bieters hierüber voraus.<sup>62</sup> Aus dem Aufbau von CfD-Positionen allein lässt sich nicht schließen, dass auch eine ausdrückliche Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots in den hierfür zuständigen Organen bereits gefallen ist. Dagegen wird praktisch schon sprechen, dass die Finanzierungsentscheidung für ein Übernahmeangebot (vgl. § 13 WpÜG) zeitnah getroffen werden muß, und insoweit kaum bereits weit im Vorfeld bindende Entscheidungen gefällt werden dürften.

---

<sup>60</sup> *Schanz*, DB 2008, 1899, 1905, der insofern das Angebot der Schaeffler KG für die Aktien der Continental AG für verspätet hält; dazu m.w.N. auch *Hutter/Kaulamo/Plepelits*, a.a.O. (Fn. 9), S. 213, 228 f.

<sup>61</sup> Siehe nur *Thoma/Stöcker*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG, Loseblattausgabe, Stand Mai 2007, § 10 Rz. 17 m.w.N.

<sup>62</sup> *Walz*, in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl. 2008, § 10 Rz. 23 ff; *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 55.

## **b) Die Missbrauchsaufsicht der BaFin**

Anlässlich des Falles *Schaeffler/Continental* wurde ferner die allgemeine Missbrauchsaufsicht der BaFin (§ 4 Abs. 1 Satz 2 und 3 WpÜG) berufen. Ob in dem konkreten Fall beim Aufbau der kontrollierenden Beteiligung mittels CfD gegen die Meldepflichten des WpHG verstoßen wurde, und welche Befugnisse in einem solchen Fall der BaFin nach § 4 Abs. 1 Satz 2 und 3 WpÜG zukämen,<sup>63</sup> ist hier nicht zu beurteilen. Jedenfalls können Lücken der gesetzlichen Zurechnungsnormen, die der Gesetzgeber bewusst nicht generalklauselartig weit gefasst, sondern im Hinblick auf die damit verbundenen Sanktionen auf einzelne voneinander abgegrenzte Fallgruppen beschränkt hat, nicht mit Hilfe der allgemeinen Missbrauchsaufsicht gefüllt werden. Die Missstandsaufsicht der BaFin gemäß § 4 Abs. 1 Satz 2 und 3 WpÜG hat dieser gesetzgeberischen Entscheidung Rechnung zu tragen. Sie kommt nicht als Standardheilmittel gegen unerwünschte Lücken des Melderegimes und der Zurechnungsvorschriften in Betracht. Diese zu füllen ist vielmehr Aufgabe des Gesetzgebers.

## **IV. Marktstörungen und Regelungsbedürfnis**

Eine Regulierung setzt drohende oder bestehende Marktstörungen voraus, die voraussichtlich vom Markt selbst nicht oder zu spät behoben werden und wegen erwarteter Nachteile das Vertrauen der Anleger beeinträchtigen. Dabei müssen die mutmaßlichen Vorteile der Regulierung ihre Kosten überwiegen.<sup>64</sup> Marktversagensprobleme können sich im vorliegenden Zusammenhang aus einer Beeinträchtigung der Preisbildung am Kapitalmarkt für die Aktien ergeben, auf die sich die CfD beziehen (dazu im Folgenden 1.). Ferner sind spezielle Störungen des Marktes für Übernahmen zu betrachten (dazu unten 2.).<sup>65</sup>

### **1. Die Beeinträchtigung der Preisbildung**

Was die Beeinträchtigung der Preisbildung am Kapitalmarkt betrifft, erscheint im Ansatz, für die Zwecke der Erörterung dieses Gesichtspunkts, eine deutliche Trennung zwischen dem

---

<sup>63</sup> Dazu *Habersack*, AG 2008, 817, 819.

<sup>64</sup> Eine Abschätzung der Regulierungskosten kann hier nicht vorgenommen werden. Vgl. dazu für die vergleichbare britische Diskussion Financial Services Authority (FSA), Consultation Paper 07/20, a.a.O. (Fn. 34), Annex 1.

<sup>65</sup> Eingehende Diskussion dieser Marktversagensgründe in: FSA, Consultation Paper 07/20, a.a.O. (Fn. 32), S. 20 ff.

Aufbau von CfD-Positionen zu Spekulations- und zu Arbitragezwecken<sup>66</sup> einerseits und zur Sicherung eines bestimmten Kurses im Hinblick auf den geplanten Erwerb einer relevanten Beteiligung andererseits hilfreich.

Der Wette eines Marktteilnehmers auf steigende Kurse einer bestimmten Aktie mit Hilfe eines mitteilungspflichtigen *Cash Settled Equity Swap* würde sich der Markt wohl nicht ohne weiteres anschließen, sofern bei diesem Marktteilnehmer kein überlegenes Wissen zu vermuten ist. Der Spekulant oder der Arbitrageur setzt außer seinem auf die vermutete Preisentwicklung bezogenen Geschäft kein weiteres Datum, das sich fundamental auswirken könnte und über das die übrigen Anleger aus diesem Grund informiert werden sollten. Demnach wäre eine Regulierung (Meldepflichten; Ergänzung der kapitalmarktrechtlichen Zurechnungsvorschriften) nicht angezeigt, soweit CfD-*long*-Positionen nur zwecks Umsetzung eines rein ökonomischen Interesses am Wertzuwachs der Aktien aufgebaut und ohne eigene Einflussnahme auf den Emittenten durch Stimmrechtsausübung oder in anderer Weise (und ohne die Möglichkeit hierzu!) abgewickelt würden.<sup>67</sup>

In der zweiten der von uns betrachteten Alternativen liegen die Dinge aber anders. Die Information über die Sicherung des Kurses eines relevanten Pakets an stimmberechtigten Aktien einer potentiellen Zielgesellschaft durch einen potentiellen Erwerber dieses Pakets würde wohl in der Regel eine Preisbewegung auslösen. Denn der Markt würde den Erwerb eines dem Sicherungsgeschäft entsprechenden Aktienpakets und eine dem entsprechende Einflussnahme auf die Gesellschaft erwarten.<sup>68</sup> Dabei braucht es sich nicht um den Erwerb einer „kontrollierenden“ Beteiligung (vgl. § 29 Abs. 2 WpÜG) und einen erwarteten Kontrollwechsel in der betreffenden Gesellschaft zu handeln. Preisbewegungen sind nicht erst

---

<sup>66</sup> Zur Unterscheidung von Spekulation und Arbitrage und zu ihrer jeweiligen Bedeutung etwa *Rudolph/K. Schäfer*, *Derivative Finanzmarktinstrumente*, 2005, S. 29 ff.

<sup>67</sup> So im Ergebnis auch FSA, *Consultation Paper 08/17, Disclosure of Contracts for Difference: Feedback and Policy Statement on Consultation Paper 07/20*, and further technical consultation, October 2008 (abrufbar unter [http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp08\\_17.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp08_17.pdf)) S. 5 sub 1.15.- Damit soll nicht bestritten werden, dass auch ein Interesse von Kapitalmarktakteuren daran bestehen mag, über relevante Derivatepositionen auch dann aufgeklärt zu werden, wenn diese nicht auf den Erwerb stimmberechtigter Aktien, um hieraus Einfluß auszuüben, abzielen. Z.B. kann die Kombination eines erheblichen Aktienbestandes zusammen mit – nicht meldepflichtigen – *cash settled*-Optionen in einer Hand zu einer Angebotsknappheit in den betreffenden Aktien und damit für Leerverkäufer, die auf einen Fall der Aktie gesetzt hatten, zu unbegrenzten Verlusten („*short squeeze*“) führen. Das gegenwärtige Regime der §§ 21 ff WpHG zielt nicht auf die Information dieser Marktakteure ab, wie sich schon daran zeigt, dass Meldepflichten nur beim Erwerb usw. stimmberechtigter Aktien ausgelöst werden.

<sup>68</sup> Im Text wird unterstellt, dass der Markt infolge einer entsprechend gestalteten Meldepflicht zwischen Spekulation und Arbitrage einerseits und dem Aufbau einer CfD-Position zwecks Absicherung eines späteren Aktienerwerbs andererseits unterscheiden kann. Eine Regulierung wird freilich Meldepflichten nicht an subjektive Absichten des Investors, die sich im Zeitablauf auch ändern können, sondern an objektive Umstände anknüpfen müssen, vgl. dazu unten V. 2. – 4.

bei einem zu vermutenden Erwerb einer „kontrollierenden“ Beteiligung zu erwarten. Vielmehr sind bereits die (erwartete Änderung der) Zusammensetzung des Aktionärskreises und die Veränderungen maßgeblicher Aktienbeteiligungen wichtige Kriterien für Anlagedispositionen professioneller Anleger. Auf dieser Annahme basiert jedenfalls die Meldepflicht nach §§ 21 ff WpHG, die nicht erst am geplanten oder realisierten Aufbau einer „kontrollierenden“ Beteiligung anknüpft, sondern den Erwerb einer „maßgeblichen“ Beteiligung genügen lässt.<sup>69</sup>

Eine entsprechende Preisbewegung im Anschluss an die Offenlegung einer maßgeblichen CfD-Position wird auch nicht davon abhängen, ob der Erwerber bereits mit Abschluss des CfD über die Stimmrechte aus den fraglichen Aktien verfügt oder ob er zumindest einen einklagbaren Anspruch auf die stimmberechtigten Aktien erwirbt. Vielmehr dürfte bereits das öffentliche Bekanntwerden einer maßgeblichen CfD-Position geeignet sein, den Börsen- oder Marktpreis der dem CfD als Basiswert zugrundeliegenden Aktien zu beeinflussen. Das ist jedenfalls dann anzunehmen, wenn nach Lage der Dinge zu erwarten steht, dass der betreffende Erwerber die Kosten für den CfD deshalb aufwendet, weil er ein der CfD-Position entsprechendes Paket stimmberechtigter Aktien, die ihm einen maßgeblichen Einfluss auf die Zielgesellschaft verschaffen würden, zum aktuellen Kurs erwerben will. Werden aber Transaktionen nicht veröffentlicht, die sich auf börsennotierte stimmberechtigte Aktien beziehen, und die geeignet sind, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis dieser Wertpapiere zu beeinflussen, dann wird dadurch die Preisbildung für diese Wertpapiere und damit die Informationseffizienz des Marktes beeinträchtigt. Das ist der Fall, wenn nach Lage der Dinge der Aufbau eines maßgeblichen Anteils stimmberechtigter Aktien und der entsprechenden Möglichkeit der Einflussnahme auf die Gesellschaft vorbereitet wird. Infolgedessen zahlen und erhalten die Anleger „falsche“ Preise, und wird das Anlegervertrauen beschädigt.

Gegen diese Erwägungen könnte man nun einwenden, dass es einer solchen „Vorverlagerung“ des Schutzes der Anleger vor den Zeitpunkt des Erwerbs einer relevanten Beteiligung im Sinne des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG nicht bedürfe. Die Meldepflicht des § 21 WpHG wolle offensichtlich nicht denjenigen Anleger schützen, der seine Aktien an einen Investor veräußere, welcher eine relevante, meldepflichtige Beteiligung erst aufbauen wolle. Geschützt würden nur diejenigen Anleger, die über einen bereits abgeschlossenen Aufbau

---

<sup>69</sup> Vgl. die Begründung zur Meldepflicht bei Überschreiten der Meldeschwellen des § 21 Abs. 1 S. 1 WpHG im Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (BT-Drucks. 12/6679 S. 52).

einer relevanten Beteiligung informiert werden müssten. Ihnen werde die Möglichkeit zum Ausstieg oder aber zum Zukauf weiterer Aktien gegeben, bevor der meldepflichtige Investor einen seinem erworbenen Beteiligungspaket entsprechenden Einfluss tatsächlich ausüben oder seine Beteiligung weiter aufstocken könne. Dieser Schutzzweck gebiete keine Vorverlagerung auf den Zeitpunkt des Aufbaus einer maßgeblichen CfD-Position in den betreffenden Aktien lange vor Erwerb einer dem CfD entsprechenden relevanten Beteiligung durch den betreffenden Investor. Vielmehr könne es bei der Meldepflicht nach tatsächlichem Aufbau dieser Beteiligung und damit bei der *lex lata* bleiben.

Gegen diese Argumentation sind zwei Einwände zu erheben. Richtig ist, dass eine Erstreckung der Meldepflicht auf Finanzinstrumente, die dem Investor den Zugriff auf eine relevante Beteiligung sichern, zu einer Vorverlagerung auf einen Zeitpunkt vor dem tatsächlichen Erwerb der Beteiligung führen würde. Dadurch würde aber nicht zu Unrecht ein Anleger geschützt, der seine Aktien an einen Investor veräußert, welcher eine relevante, meldepflichtige Beteiligung erst aufbauen will. Denn den Erwerb derjenigen Aktien, auf die sich das Finanzinstrument bezieht, hätte sich der Investor bereits wirtschaftlich, durch den Aufbau der CfD-Position, gesichert, bevor er eine Mitteilung hierüber zu veröffentlichen hätte.

Außerdem spricht der Schutzzweck der §§ 21 ff WpHG dafür, dem meldepflichtigen sukzessiven Aufbau eines Beteiligungspakets durch Erwerb der Aktien den Fall gleichzustellen, in dem sich ein Investor mit Hilfe von Finanzinstrumenten wirtschaftlich ein entsprechendes Beteiligungspaket sichert. Die Meldepflichten gemäß §§ 21 ff WpHG sollen zum einen die Gesellschaft, die Unternehmensorgane und die übrigen Aktionäre darüber informieren, dass ein Investor eine relevante Position in stimmberechtigten Aktien einer börsennotierten Gesellschaft bereits aufgebaut hat und demzufolge dem Gewicht dieser Beteiligung entsprechend Einfluß nehmen kann.

Zum anderen sollen die Mitteilungspflichten der §§ 21 ff WpHG aber auch dem Kapitalmarkt, d. h. den Investoren, Preisadjustierungen ermöglichen, wenn ein Investor sich anschickt, *stufenweise* durch Paketkauf oder Erwerb über die Börse eine weitere maßgebliche Beteiligung bis hin zur Kontrolle (§ 30 Abs. 2 WpÜG) über eine börsennotierte Gesellschaft zu erwerben. Mit dieser Information begegnen die §§ 21 ff WpHG einem klassischen

Marktversagensproblem, einem *collective action* - Problem<sup>70</sup>, das bei zersplittertem Anteilsbesitz in der Publikumsgesellschaft auftritt. Ein Investor, der sukzessiv über die Börse eine große, unter Umständen kontrollierende Beteiligung aufbauen will, soll tunlichst den an ihn veräußernden Anlegern zusammengenommen keinen „schlechteren“ Preis zahlen als den, den er bei außerbörslichem Erwerb von Paketaktionären an diese zahlen müsste. Anders als der einzelne Anleger mit Kleinstanteilsbesitz ist der Paketaktionär in der Lage, über den Preis für das Paket zu verhandeln. Hierbei stehen ihm u.U. andere Informationen über den Wert der Aktie zur Verfügung, und er kann die Grenze der Zahlungsbereitschaft des Erwerbers in Erfahrung bringen und ihr seine Preisforderung annähern. Die §§ 21 ff WpHG sollen auch dafür sorgen, dass der Erwerber aus der für die börsennotierte Gesellschaft typischen Zersplitterung der Verkäuferseite, die infolge dieser Aufspaltung solche Verhandlungen nicht zu führen vermag und der die Informationen eines Paketinhabers nicht zu Gebote stehen, keine Vorteile zieht.

Dazu wäre er aber imstande, wenn er der Verkäuferseite zusammengenommen (auch unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Transaktionskosten eines Paketkaufs und eines Erwerbs über die Börse) systemisch bedingt einen „schlechteren“ Preis für die Beteiligung bieten könnte als im Fall des Kaufs von einem einzigen Verkäufer. Die §§ 21 ff WpHG sollen dazu beitragen, dies zu verhindern, und bei sukzessivem Aufbau eines Aktienpakets durch gestaffelte Meldungen der Marktgegenseite Preisanpassungen ermöglichen. Gestattet ein Melderegime, diese Meldeschwellen durch Aufbau von CfD-Positionen unbemerkt zu überspringen und trotz sukzessiven Erwerbs ohne Meldungen eine maßgebliche und u. U. kontrollierende Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft aufzubauen, wird dieser Schutzmechanismus ausgehebelt. Außerdem wird der weitere Schutzzweck der §§ 21 ff WpHG, Mitaktionäre und Organe der börsennotierten Zielgesellschaft vor einem unbemerkten Anschleichen über den sukzessiven Aufbau von Beteiligungspositionen zu schützen, verfehlt.

Diese Erwägungen sprechen dafür, die im bisherigen Melderegime der §§ 21 ff WpHG angelegte Linie auszuziehen und Mitteilungspflichten auch bei Erwerb eines CfD vorzusehen. Vorauszusetzen ist allerdings, dass dieser Vorgang nach den gegebenen Umständen die Vermutung begründet, dass er dem Erwerb einer relevanten Quote stimmberechtigter Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft dient, die dann auch zwecks Einflussnahme auf die

---

<sup>70</sup> Nachweise zur Literatur hierüber bei *Baums*, Gutachten F zum 63. DJT, 2000, S. F 24 Fn. 2.

Gesellschaft eingesetzt werden können. Scheidet dagegen ein Erwerb einer dem CfD entsprechenden relevanten Quote stimmberechtigter Aktien zu dem im CfD festgelegten Preis nach den getroffenen Vereinbarungen und Umständen aus, sollte auch keine Mitteilungspflicht bestehen. Ob eine solche Ausweitung der Mitteilungspflichten gelingt und wie diese im Detail ausgestaltet werden könnte, wird weiter unten (unter V.) zu überlegen sein.

## 2. *Spezifische Störungen des Marktes für Übernahmen*

Durch den Aufbau von CfD-Positionen können sich spezifische Störungen beim Erwerb von Aktien durch öffentliche Angebote ergeben. Insoweit sind mehrere Punkte zu bedenken.<sup>71</sup>

### a) **Vorfeld eines öffentlichen Angebots**

Der Aufbau von CfD-Positionen im Vorfeld eines öffentlichen Angebots kann bei Durchsickern nicht verlässlicher Informationen hierüber zu nachteiligem Ausnutzen von Insiderwissen und außerdem zu spekulativen Preisausschlägen führen. Die §§ 21 ff WpHG helfen in solchen Fällen de lege lata, wie oben gezeigt, nicht weiter. Auch die Bestimmungen der §§ 12 ff WpHG über Insiderhandel und -meldungen lassen hier Lücken. So mag zum Beispiel der Entschluss eines potentiellen Bieters zum Erwerb einer wesentlichen Beteiligung zwar eine Insiderinformation (§ 13 WpHG) darstellen,<sup>72</sup> dies löst aber keine Pflicht des potentiellen Bieters zur Veröffentlichung der Insiderinformation aus. Aus diesen Gründen sieht ergänzend § 10 WpÜG die Verpflichtung eines potentiellen Bieters vor, seine „Entscheidung“ zur Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen.<sup>73</sup> Beim Aufbau von CfD-Positionen versagt der Mechanismus des § 10 WpÜG in der Regel aber, wie bereits oben ausgeführt worden ist.<sup>74</sup> Dies erfordert aber keine Änderungen am Regime der §§ 10 ff

---

<sup>71</sup> Spezifische Beeinträchtigungen des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ (dazu etwa *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 161 ff), die sich aus den bestehenden Offenlegungspflichten, insbesondere zur Meldung maßgeblicher Beteiligungen (vgl. §§ 21 ff WpHG) ergeben mögen (dazu Nachweise bei *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501, 1510), werden hier nicht erörtert. Richtig ist, dass die hier befürwortete Verschärfung des wertpapierhandelsrechtlichen Melderegimes die Anreize auch für wertsteigernde Übernahmen und entsprechende Suchaktivitäten mindern dürfte. Es entspricht aber der grundsätzlichen rechtspolitischen Bewertung des Gesetzgebers in den §§ 21 ff WpHG, um deren Lückenfüllung in Bezug auf CfD es hier lediglich geht, dass diese Suchaktivitäten und Übernahmen bei sukzessivem Aufbau von potentiell kursrelevanten Positionen in Aktien des Übernahmeziels nur um den Preis der rechtzeitigen Information des Kapitalmarktes hierüber zu haben sind.

<sup>72</sup> Dazu m. w. Nachweisen *Cascante/Topf*, Die AG 2009, 53, 54 ff.

<sup>73</sup> Zur Ratio des § 10 WpÜG *Thoma/Stöcker*, a. a. O. (Fn. 63), § 10 Rz. 7, zum Verhältnis von § 10 WpÜG zu § 15 WpHG a. a. O., § 10 Rdz. 146 ff.

<sup>74</sup> Oben III. 7. a).

WpÜG. Entscheidend ist insoweit vielmehr, dass die Meldepflichten der §§ 21 ff WpHG auf den Aufbau relevanter CfD-Positionen erstreckt werden, wie hier vorgeschlagen wird (vgl. oben 1. und eingehend unten V.).

## b) Swaps und Kontrollerwerb

Eine weitere Frage im vorliegenden Zusammenhang betrifft die Zurechnungsnormen des WpÜG. Wechselt die „Kontrolle“ in einer börsennotierten Gesellschaft (vgl. § 29 WpÜG), dann sollen alle Aktionäre die Chance zum „Ausstieg“ haben (§§ 32, 35 ff WpÜG). Dabei ist ihnen eine angemessene Gegenleistung anzubieten (§§ 31, 39 WpÜG). Die „Kontrolle“ wird durch die Verfügung über die Stimmrechte aus den Aktien (mindestens 30%) der betreffenden Gesellschaft begründet (§ 29 Abs. 2 WpÜG). Ein CfD begründet aber, wie oben unter III. 1. – 3. eingehend dargelegt wurde, für sich genommen und ohne weitere Abreden keine „Verfügung“ über die Stimmrechte aus den Aktien, auf deren Kursentwicklung sich der CfD bezieht. Anders läge dies nur, wenn zum Beispiel im CfD vereinbart oder ergänzend hierzu Einvernehmen darüber erzielt würde, dass der Ersteller die von ihm als Sicherheit erworbenen Aktien im Fall eines Übernahmeangebots an den Investor liefern und bis zur Lieferung die Stimmrechte hieraus in dessen Interesse ausüben werde. Bei Vorliegen einer solchen Vereinbarung oder eines entsprechenden „*gentlemen’s agreement*“ würden aber die Zurechnungsnormen des § 30 WpÜG ausreichen. Fehlen dagegen solche weiter gehenden Abreden bzw. sind sie nicht nachweisbar, besteht keine Lücke, die durch eine Erstreckung der Zurechnungsnorm des § 30 WpÜG auf CfD gefüllt werden müsste.

Im Ergebnis laufen diese Erwägungen allerdings darauf hinaus, dass nach dem hier unterbreiteten Vorschlag die wertpapierhandelsrechtliche Meldepflicht (§§ 21 ff WpHG) auf CfD-*long*-Positionen ab einer bestimmten Größenordnung erstreckt werden würde (vgl. oben 1. und eingehend unten V.), während eine Zurechnung von CfD ohne besondere Zusatzabreden im Rahmen des § 30 WpÜG unterbleiben würde. Nun hat der Gesetzgeber noch unlängst, in der Amtlichen Begründung zum Risikobegrenzungsgesetz, betont, dass „zur Vermeidung von Irritationen am Kapitalmarkt für die melderechtlichen Vorschriften (sc. des WpHG) dieselben Zurechnungsregeln zu gelten haben wie im Übernahmerecht.“<sup>75</sup> Dies kann aber – wenn überhaupt – nur für die Übereinstimmung der Zurechnungsregeln der §§ 22 WpHG, 30 WpÜG gelten, nicht für die Anknüpfung und Ausgestaltung der Normenkomplexe

---

<sup>75</sup> Begründung zum Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes, BT-Drucks. 16/7438, Besonderer Teil, Zu Art. 1 Nr. 2. Eingehend zur Debatte dieses Ansatzes und zur Kritik hieran m. w. N. *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 197 f.

der §§ 21 ff WpHG und der §§ 29 ff WpÜG im Übrigen. Das zeigt in aller Deutlichkeit auch die Norm des § 25 WpHG, die, ähnlich wie hier vorgeschlagen, besondere Mitteilungspflichten beim Halten „sonstiger Finanzinstrumente“ begründet, während der Erwerb dieser Finanzinstrumente keine Zurechnung im Sinne des § 30 WpÜG auslöst.

### c) Swaps und Übernahmeprämien

Eine weitere Störung des Übernahmemarktes durch Einsatz von CfD wird in Folgendem gesehen: Das „Einfrieren“ eines bestimmten Kurses der Aktien einer Zielgesellschaft weit vor Abgabe eines Übernahmeangebots mit Hilfe von CfD und darauf folgender Hedge-Geschäfte führe dazu, dass diejenigen Anleger, die in Unkenntnis des Hintergrundes ihre Aktien z.B. im Rahmen eines Hedge-Geschäftes zur Verfügung stellten, um die typischerweise bei Übernahmeangeboten gezahlte Übernahmeprämie gebracht würden.<sup>76</sup>

An diesem Bedenken ist richtig, dass dem Anleger, der im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots seine Aktien verkauft, jedenfalls eine „angemessene“ Gegenleistung zusteht (§ 31 WpÜG), und dass der Angebotspreis häufig deutlich über dem durchschnittlichen Börsenkurs vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots liegen wird. Dieser Gesichtspunkt rechtfertigt aber keine Erstreckung oder Erweiterung der Zurechnungsvorschrift des § 30 WpÜG auf die Fälle des Abschlusses eines CfD über stimmberechtigte Aktien einer börsennotierten Gesellschaft als Basiswert. Insofern genügt vielmehr die hier (vgl. oben 1. und eingehend unten V.) befürwortete Erstreckung der wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflicht auf den Aufbau relevanter CfD-Positionen. Ergänzend ist auf die im Folgenden (sogleich unter d. und e.) noch zu behandelnden übernahmerechtlichen Informationspflichten zu verweisen. Jeder Anleger kann dann auf der Basis dieser Informationen für sich entscheiden, ob er ein Übernahmeangebot einschließlich einer „Übernahmeprämie“ abwartet und annimmt oder nicht.

---

<sup>76</sup> Dies wird sogar im Brief mehrerer Finanzvorstände von DAX-Gesellschaften zum „Anschleichen“ mittels CfD an Finanzminister *Steinbrück* beklagt; hierzu Handelsblatt vom 28.08.2008 Nr. 167, S. 15 mit Abdruck des Briefs im Wortlaut unter [www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/der-brief-der-dax-finanzvorstaende-im-wortlaut;2028670](http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/der-brief-der-dax-finanzvorstaende-im-wortlaut;2028670); kritisch dazu *Brandt*, BKR 2008, 441, 446 f. Eingehend zu öffentlichen Übernahmen als „substituierten Preisverhandlungen“ zwischen Bieter und Anlegern und zu Übernahmeprämien als Ergebnis dieses Preisbildungsprozesses *Hellgardt*, a.a.O. (Fn. 71), S. 191 ff m.w.N.

#### d) Vorerwerb gegen Geldzahlung und Swaps

Eine weitere Frage, die sich im vorliegenden Zusammenhang stellt, betrifft die Vorschrift des § 31 WpÜG und die darauf bezogenen Pflichtangaben nach der WpÜG-Angebotsverordnung. Abweichend von der Regel des § 31 Abs. 2 WpÜG (Geldleistung in Euro oder in liquiden Aktien) hat der Bieter im Fall eines Übernahmeangebots den Aktionären der Zielgesellschaft eine Geldleistung in Euro anzubieten, wenn er in den sechs Monaten vor der Veröffentlichung seiner Übernahmeabsicht bis zum Ablauf der Annahmefrist für die Übernahmeofferte insgesamt mindestens 5% der Aktien oder Stimmrechte an der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung erworben hat (§ 31 Abs. 3 WpÜG). Die Vorschrift des § 31 Abs. 3 WpÜG soll ein „Anschleichen“ an die Zielgesellschaft unter Ausgrenzung der Minderheitsaktionäre verhindern.<sup>77</sup> § 31 Abs. 6 WpÜG stellt einem solchen „Vorerwerb“ oder „Parallelerwerb“ Vereinbarungen gleich, auf Grund derer die Übereignung von Aktien verlangt werden kann, also zum Beispiel Call-Optionen, sofern diese nicht bar abzurechnen, sondern durch Lieferung von Aktien auszugleichen sind. Nach § 2 Nr. 7 WpÜG-AngebotsVO sind in der vom Bieter vorzulegenden Angebotsunterlage die erforderlichen Angaben zu solchen Vorerwerben bzw. Vereinbarungen zu machen. Die Frage ist nun, ob als Vorerwerb bzw. Vereinbarung im Sinne dieser Vorschriften auch der Abschluss von CfD anzusehen ist und, wenn dies ausscheidet, ob die Vorschriften der §§ 31 Abs. 6 WpÜG, 2 Nr. 7 WpÜG-AngebotsVO insofern erweitert werden sollten.

Der Investor und spätere Bieter selbst „erwirbt“ durch einen in Geld abzurechnenden CfD (noch) keine Aktien oder Stimmrechte im Sinne des § 31 Abs. 3 WpÜG und schließt auch keine Vereinbarung im Sinne des § 31 Abs. 6 WpÜG ab, kraft deren er die Übereignung von Aktien verlangen kann. Die Frage, die sich insoweit stellt, ist allein, ob ein Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft zu Sicherungszwecken durch den Ersteller des Swap dem Bieter wie ein eigener Vorerwerb gegen eine Geldleistung zugerechnet werden kann.

Nach § 31 Abs. 3 WpÜG steht dem Erwerb durch den Bieter gleich, wenn „mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen“ Aktien oder Stimmrechte oder Ansprüche auf Übereignung von Aktien erworben haben. Die Gegenpartei des Bieters, der Ersteller des Swapvertrages, ist eine mit dem Bieter „gemeinsam handelnde Person“ im Sinne des §§ 31 Abs. 3 WpÜG, wenn es sich um eine natürliche oder juristische Person

---

<sup>77</sup> Vgl. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 55.

handelt, „die ihr Verhalten im Hinblick auf ihren Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft mit dem Bieter aufgrund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise“ abstimmt (§ 2 Abs. 5 WpÜG).<sup>78</sup>

„Gemeinsames Handeln“ im Hinblick auf den Erwerb von Aktien im Sinne des § 31 Abs. 3 WpÜG liegt nur vor, wenn die folgenden drei Voraussetzungen erfüllt sind. Erstens erfordert ein solches *acting in concert* eine Vereinbarung der Parteien oder eine Abstimmung zwischen ihnen, die einen Erwerb der Aktien der Zielgesellschaft gegen Geld durch die Vertragspartei des Bieters oder deren Tochterunternehmen vorsieht. Diese Voraussetzung ist erfüllt, wenn der Swapvertrag eine Absicherung des Erstellers durch einen *natural hedge* ausdrücklich vorsieht oder zwischen den Vertragsparteien jedenfalls hierüber Einvernehmen besteht. Die Abstimmung zwischen den Parteien braucht sich überdies nicht auf einen *Erwerb* von Aktien durch den Ersteller des Swap zu beziehen. Vielmehr steht dem Erwerb nach § 31 Abs. 6 WpÜG eine Vereinbarung zwischen dem Ersteller und einem Dritten gleich, kraft derer der Ersteller die Übereignung von Aktien *beanspruchen* kann, also zum Beispiel die Absicherung durch eine Call-Option, welche durch Realerfüllung abzuwickeln ist.

Zweitens setzt „gemeinsames Handeln“ im Sinne des § 31 Abs. 3 WpÜG voraus, dass der Erwerb bzw. der Abschluss einer Vereinbarung im Sinne des § 31 Abs. 6 WpÜG durch die mit dem Bieter gemeinsam handelnde Person tatsächlich stattgefunden hat. Ein unmittelbarer Erwerb durch den Bieter selbst oder auch nur ein mittelbarer Erwerb seitens des Bieters in einer die Zurechnung gemäß § 30 WpÜG begründenden Weise ist dagegen nicht erforderlich.

Drittens muss, damit der Vorerwerb gegen eine Geldleistung dem Bieter nach § 31 Abs. 3 WpÜG zugerechnet werden kann, die Vereinbarung oder die Verhaltensabstimmung den Schluss zulassen, dass der Erwerb durch die Vertragspartei des Bieters letzten Endes diesem „zugute kommen“ soll. Hierfür genügt nicht schon die Sicherung des aktuellen Börsenkurses durch den Swapvertrag selbst, also vor dem Anstieg infolge des Übernahmeangebots. Hätte der Gesetzgeber die Sicherung des Börsenkurses durch ein in Geld abzurechnendes Derivat (zum Beispiel eine Call-Option oder einen *Cash Settled Equity Swap*) genügen lassen wollen, hätte er auf das Erfordernis des Erwerbs von Aktien bzw. des Abschlusses eines Geschäfts im Sinne des § 31 Abs. 6 WpÜG durch die mit dem Bieter gemeinsam handelnde Person ganz

---

<sup>78</sup> Eingehend zur Auslegung dieser Norm m. w. Nachweisen etwa *Baums/Hecker*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG, a.a.O. (Fn. 61), § 2 Rz. 115 ff, dort auch zu den Unterschieden zur Zurechnungsnorm des § 30 Abs. 2 WpÜG.

verzichten können. Zweck des § 31 Abs. 3 WpÜG ist vielmehr, ein Anschleichen des Bieters durch Vorerwerbe zu verhindern.<sup>79</sup> Der Bieter soll auch nicht über eine vertragliche Vereinbarung mit Dritten Vorerwerbe tätigen können, die dann, gegebenenfalls zeitlich versetzt, zu einem Erwerb durch ihn führen. Die Pflicht, bei solchen Vorerwerben (jenseits der Fünfprozent-Klausel des § 31 Abs. 3 WpÜG) allen Aktionären eine Geldleistung anbieten zu müssen, tritt neben die Offenlegungspflichten der §§ 21 ff WpHG und soll insofern als negativer Anreiz wirken, ihn also von relevanten Vorerwerben im zeitlichen Rahmen des § 31 Abs. 6 WpÜG abhalten.

Das bedeutet aber, dass jedenfalls für die Zwecke des § 31 Abs. 3 WpÜG eine Vereinbarung oder Abstimmung zwischen den Parteien des Swapvertrages auch hierüber, über den *Erwerb seitens des Bieters selbst*, zu fordern ist und eine solche Vereinbarung oder Abstimmung notfalls nachgewiesen werden muss.<sup>80</sup> Eine solche Vereinbarung in Bezug auf den Erwerb von Referenzaktien durch den Investor und künftigen Bieter selbst wird freilich in aller Regel nicht explizit im Wortlaut des Swapvertrages verankert werden. Sieht ein Swapvertrag seinem Wortlaut nach nur vor, dass der Investor verpflichtet ist, für die Kosten der Absicherung des Erstellers des Swap durch einen *natural hedge* aufzukommen, oder legt der Swapvertrag nur fest, dass der Ersteller die von ihm als Sicherheit übernommenen Aktien wirtschaftlich im Interesse des Investors zu verwerten und einen dem Kursgewinn entsprechenden Anteil am Erlös an diesen herauszugeben hat, dann steht nicht fest, dass es zu dem Erwerb eines meldepflichtigen Bestands durch den Investor kommen wird, und die Parteien dies vereinbart haben.

Dies schließt allerdings nicht aus, dass Indizien für eine entsprechende „Verhaltensabstimmung“ zwischen den Parteien des Swapvertrages den Umständen entnommen werden können (Auftreten eines Kreditinstituts als „*lead bank*“ oder Hauptbank, die den Erwerb eines größeren Pakets von Aktien über Kettenverträge o. ä. organisiert; Größe des Aktienpakets und zeitliche Nähe zum Übernahmeangebot; tatsächliches Verhalten des

---

<sup>79</sup> Vgl. Fn. 77.

<sup>80</sup> Aus der weit gefassten allgemeinen Definition des „gemeinsamen Handelns“ in § 2 Abs. 5 WpÜG lässt sich nichts anderes ableiten. Richtig ist zwar, dass sich dieser Vorschrift nicht entnehmen lässt, dass sich die „Abstimmung“ zwischen den Parteien des Swapvertrages auf den Erwerb durch den potentiellen Bieter beziehen muss, dass es m. a. W. nicht genügt, wenn nur vorgesehen ist, dass seine Gegenpartei, der Ersteller, aus dem Swapvertrag Aktien erwirbt. Nach § 2 Abs. 5 WpÜG genügt für ein „gemeinsames Handeln“ in der Tat bereits, wenn die eine oder die andere Partei aufgrund einer „Abstimmung“ Aktien erwirbt oder Stimmrechte aus ihnen ausübt. Diese allgemeine Definition muss aber dem Zweck der jeweiligen Norm, die sich des Begriffs des „gemeinsamen Handelns“ bedient, hier: des § 31 Abs. 3 WpÜG, entsprechend ausgelegt werden.

Erstellers in Bezug auf die von ihm als Sicherheit gehaltenen Aktien nach der Vorlage des Übernahmeangebots).

*Rechtspolitisch* mag man kritisieren, dass die Einführung des interpretationsbedürftigen und Schwierigkeiten der Rechtsanwendung im Einzelfall verursachenden Merkmals des „gemeinsamen Handelns“ zu Rechtsunsicherheit führt, die im Interesse des Normziels und der Betroffenen vermieden werden sollte. Was das Normziel des § 31 Abs. 3 WpÜG betrifft, wird der Vorschrift in Anbetracht der Meldepflichten der §§ 21 ff WpHG allerdings ohnehin die rechtspolitische Berechtigung bestritten.<sup>81</sup> Und unten (V. 3.) wird noch ausgeführt werden, dass *de lege ferenda* zwar die Meldepflichten der §§ 21 ff WpHG auf Aktienswaps (freilich mit Ausnahmen und Freistellungsmöglichkeiten) erstreckt werden sollten, auch wenn diese nach ihrem Wortlaut nur eine Geldabwicklung vorsehen, sich dabei aber nicht empfiehlt, auf ein „gemeinsames Handeln“ der Swapvertragsparteien nach dem Vorbild des WpÜG, ein „*acting in concert*“ im Hinblick auf den Erwerb der Basiswerte durch den Investor und potentiellen Bieter, abzustellen, und zwar gerade wegen der damit verbundenen Interpretations- und Nachweisprobleme. Für die Meldepflichten des WpHG mag nun eine solche Erstreckung auch auf in Geld abzurechnende Finanzinstrumente – je nach der konkreten Ausgestaltung der Meldepflichten – hinnehmbar oder sogar anzuraten sein, auch wenn es an einem „*acting in concert*“ fehlt. Dagegen besteht kein Anlass, § 31 Abs. 3 WpÜG pauschal auch auf *Cash Settled Equity Swaps* zu erstrecken. Um es anders zu formulieren: Es empfiehlt sich nicht, einem späteren Bieter über das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG hinaus Spekulations-, Arbitrage- und Kurssicherungsgeschäfte im Vorfeld eines Übernahmeangebots zu untersagen bzw. ihn durch negative Anreize hiervon abzuhalten, solange er den ihm obliegenden Meldepflichten nachkommt oder hiervon freigestellt ist. Eine Änderung des § 31 Abs. 3, 6 WpÜG durch ausdrückliche Einbeziehung von in Geld abzuwickelnden Derivaten erscheint daher nicht veranlasst.

#### e) **Swaps, Pflichtangaben und „Wasserstandsmeldungen“**

Eine letzte Frage im vorliegenden Zusammenhang betrifft die Angaben über Wertpapiere und Stimmrechtsanteile des Bieters in der Angebotsunterlage (§ 11 WpÜG) und die sogenannten Wasserstandsmeldungen (§ 23 WpÜG).

---

<sup>81</sup> Siehe dazu die Nachweise bei *Haarmann*, in: *Haarmann/Schüppen* (Hrsg.), *WpÜG*, a.a.O. (Fn. 62), § 31 Rz. 102.

Nach § 11 Abs. 2 WpÜG hat die im Fall eines öffentlichen Angebots vom Bieter zu erstellende Angebotsunterlage sogenannte „ergänzende Angaben“ zu enthalten. Das WpÜG führt einzelne ergänzende Pflichtangaben selbst an (§ 11 Abs. 2 Satz 3 WpÜG) und überlässt es im Übrigen der WpÜG-AngebotsVO, weitere ergänzende Angaben vorzuschreiben, „soweit dies notwendig ist, um den Empfängern des Angebots ein zutreffendes und vollständiges Urteil über den Bieter, die mit ihm gemeinsam handelnden Personen und das Angebot zu ermöglichen“ (§ 11 Abs. 4 Nr. 2 WpÜG). Die WpÜG-AngebotsVO sieht insoweit in § 2 Nr. 5 lediglich vor, dass in der Angebotsunterlage die Zahl der vom Bieter (und von mit ihm gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen) bereits gehaltenen Wertpapiere sowie die Höhe der von diesen gehaltenen oder nach § 30 WpÜG zuzurechnenden Stimmrechtsanteile anzugeben sind. Entsprechende Angaben sind während des Laufs der Annahmefrist und unverzüglich nach Ablauf der Frist für die Annahme des Angebots zu veröffentlichen (§ 23 Abs. 1 WpÜG; „Wasserstandsmeldungen“).

Die Frage ist, ob sich die Angabepflichten gemäß §§ 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO, 23 Abs. 1 WpÜG auch auf CfD-Positionen des Bieters und mit ihm gemeinsam handelnder Personen erstrecken, und ob insoweit rechtspolitisch Änderungen angezeigt sind.

Auf den ersten Blick scheint bereits ein formales Argument dagegen zu sprechen, dass auch CfD in der Angebotsunterlage aufzuführen sind. Nach seinem Wortlaut sieht § 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO nämlich nicht einmal eine Pflicht zur Angabe von Vereinbarungen vor, auf Grund derer der Bieter eine Übereignung von Aktien verlangen kann, also zum Beispiel die Angabe von auf Realerfüllung gerichteten Finanzinstrumenten (vgl. demgegenüber §§ 25 WpHG, 31 Abs. 6 WpÜG); umso weniger, so könnte man argumentieren, sollte dies dann für CfD gelten, die dem Bieter nicht einmal einen schuldrechtlichen Anspruch auf Übereignung einräumen. Hierbei handelt es sich aber um ein Versehen des Ordnungsgebers. Denn solche Vereinbarungen mit schuldrechtlichem Übereignungsanspruch sind nach der ausdrücklichen gesetzlichen Bestimmung des § 23 Abs. 1 Satz 2 i. V. mit § 31 Abs. 6 WpÜG jedenfalls bei den nach der Vorlage der Angebotsunterlage vorzunehmenden „Wasserstandsmeldungen“ anzuzeigen. Diese Entscheidung des Gesetzgebers lässt nur den Schluss zu, dass die Angabe von Vereinbarungen mit schuldrechtlichem Übereignungsanspruch in der Angebotsunterlage erst recht notwendig ist, „um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können“ (§ 11 Abs. 1 Satz 2 WpÜG).

Damit bleibt die Frage, ob auch CfD, die keinen Übereignungsanspruch einräumen, von den übernahmerechtlichen Angabepflichten erfasst werden. Hier stellen sich ähnliche Fragen wie zu § 31 Abs. 3 WpÜG (vgl. dazu oben d).

Eine Angabepflicht nach § 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO kommt nur in Betracht, wenn der Bieter und mit ihm „gemeinsam handelnde Personen und deren Tochterunternehmen“ Wertpapiere halten. Der Bieter und die Gegenpartei des Swapvertrages handeln gemeinsam, wenn „sie ihr Verhalten im Hinblick auf ihren Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft oder ihre Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft ... auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmen“ (§ 2 Abs. 5 Satz 1 WpÜG). Eine Pflicht des Bieters zur Angabe der Aktien, die der Ersteller des Swap zu Sicherungszwecken hält oder auf deren Übertragung dieser einen Anspruch hat, setzt demnach zunächst einmal voraus, dass der Swapvertrag eine Vereinbarung über den *Erwerb von Aktien* (zunächst durch den Ersteller des Swap) enthält oder die Parteien sich in sonstiger Weise hierüber abgestimmt haben.<sup>82</sup>

Des Weiteren stellt sich die Frage, ob es für die Angabepflicht der §§ 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO, 23 Abs. 1 WpÜG genügt, dass die Vereinbarung der Parteien eines CfD einen Erwerb von Aktien (bzw. den Abschluss eines Vertrages, der auf die Übereignung von Aktien gerichtet ist) lediglich seitens des Erstellers vorsieht. Wie im Falle des § 31 Abs. 3 WpÜG<sup>83</sup> könnte auch hier erforderlich sein und notfalls nachgewiesen werden müssen, dass die Parteien auch den *Erwerb durch den Bieter* selbst vereinbart bzw. sich hierüber abgestimmt haben. Das ist zweifelhaft und bisher ungeklärt.

Betrachtet man den Wortlaut der §§ 2 Abs. 5, 23 Abs. 1 WpÜG, 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO, ist man geneigt, diese Frage zu verneinen. Nach § 2 Abs. 5 WpÜG genügt für ein „gemeinsames Handeln“ bereits, wenn Parteien ihr Verhalten im Hinblick auf *ihren* Erwerb von Aktien vereinbart oder in sonstiger Weise abgestimmt haben, und die §§ 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO, 23 Abs. 1 WpÜG stellen nur auf den von den Parteien jeweils gehaltenen Aktienbesitz ab, fordern aber nicht, dass der Aktienbesitz, den die mit dem Bieter gemeinsam

---

<sup>82</sup> Die zweite Alternative des § 2 Abs. 5 S. 1 WpÜG, nämlich ein gemeinsames Handeln aufgrund einer Vereinbarung oder sonstigen Abstimmung des Bieters und einer anderen Person über ihre Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft, dürfte bei Swapverträgen mit einem Wertpapierdienstleister in der Regel ausscheiden; vgl. oben Text zu Fn. 32.

<sup>83</sup> Siehe dazu Text zu Fn. 80.

handelnde Person hält, dem Bieter auch noch übertragen werden oder die Ausübung der Stimmrechte hieraus mit dem Bieter abgestimmt sein soll.

Andererseits erscheint eine solche Wortlautinterpretation fragwürdig: Geht eine Vereinbarung oder Verhaltensabstimmung nicht über den bloßen Erwerb von Aktien hinaus, hat sich also das verabredete oder abgestimmte gemeinsame Verhalten des Bieters und seiner Vertragspartei bereits im Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft durch die Vertragspartei des Bieters, also des Erstellers des Swap, erschöpft, und ist kein weiteres Verhalten, insbesondere keine Übertragung der Aktien auf den Bieter und keine Ausübung der Stimmrechte, verabredet oder abgestimmt, ist eine Angabe über solche von einem Dritten gehaltenen Aktien durch den Bieter wenig sinnvoll.

Sowohl für die Angaben nach § 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO wie für die „Wasserstandsmeldungen“ nach § 23 Abs. 1 WpÜG überzeugt vielmehr eher, dass Gegenstand der Vereinbarung oder Abstimmung auch sein muss, dass es auch künftig, über den bereits abgeschlossenen Erwerb hinaus, zu einem weiteren vereinbarten oder abgestimmten Handeln kommt. Das kann die Übertragung der fraglichen Aktien auf den Bieter oder die Ausübung der Stimmrechte aus ihnen durch den insofern mit dem Bieter koordiniert handelnden Dritten sein. Dafür spricht auch der in der Literatur angeführte Normzweck, die Angabe des Aktienbesitzes mit dem Bieter „gemeinsam handelnder Personen“ solle die Einflussmöglichkeiten dieser Personen offenlegen.<sup>84</sup> Nur wenn solche „Einflussmöglichkeiten“ in Abstimmung mit dem Bieter überhaupt noch in Betracht kommen und geltend gemacht werden können, überzeugt auch eine Verlautbarung durch diesen.<sup>85</sup>

Schließt man sich dieser Auslegung an, dann bedeutet dies für die Angabepflichten aufgrund eines Swapvertrages, dass eine entsprechende „Verhaltensabstimmung“ zwischen den Parteien eines solchen Vertrages allenfalls den Umständen entnommen werden kann. Denn ausdrückliche Vereinbarungen hierüber werden jedenfalls im Text des Swapvertrages fehlen (zu den Indizien für eine entsprechende Verhaltensabstimmung siehe bereits oben unter d).

---

<sup>84</sup> *Diekmann*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG, a.a.O. (Fn. 61), § 23 Rz. 29 m.w.N.

<sup>85</sup> Eine andere Frage ist, ob sich nach britischem Vorbild (Rule 8.3 Takeover Code) während des Laufs eines Übernahmeangebots Meldepflichten anderer Aktionäre mit niedrigeren Meldeschwellen als in den §§ 21 ff WpHG vorgesehen empfehlen. Das ist jedenfalls nicht die Ratio der §§ 11, 23 Abs. 1 WpÜG.

*Rechtspolitisch* mag man auch an dieser Stelle kritisieren, dass die Einführung des interpretationsbedürftigen und Schwierigkeiten der Rechtsanwendung im Einzelfall verursachenden Merkmals des „gemeinsamen Handelns“ zu Rechtsunsicherheit führt, die im Interesse des Normziels und der Betroffenen vermieden werden sollte. Anders als im Fall des § 31 Abs. 3 WpÜG ist hier jedenfalls dann eine Änderung angezeigt, wenn der Gesetzgeber sich zu einer Einbeziehung von CfD in die Meldepflichten der §§ 21 ff WpHG (dazu eingehend unten V.) entschließen sollte. Werden nämlich künftig auch Finanzinstrumente, die einen Ausgleich nur in Geld vorsehen, nach dem Vorbild des § 25 WpHG bei Überschreiten bestimmter Schwellen einer Mitteilungspflicht nach dem WpHG unterworfen,<sup>86</sup> dann empfiehlt sich, dem auch die Angabepflichten des WpÜG (§§ 11, 23 Abs. 1 WpÜG) und der WpÜG-AngebotsVO anzupassen.

### **3. Ergebnis**

Die vorstehenden Überlegungen zu einem durch den Einsatz von CfD auftretenden Regelungsbedürfnis im Kapitalmarktrecht haben Folgendes ergeben:

1. Änderungen oder Ergänzungen der §§ 21 ff WpHG oder des WpÜG im Hinblick auf Spekulations- und Arbitragegeschäfte mittels CfD sind nicht veranlasst.
2. Regulierungsbedarf ist aber im Hinblick auf den Fall zu konstatieren, dass der Einsatz von CfD im Vorfeld eines öffentlichen Übernahmeangebots oder im Zusammenhang mit dem Aufbau einer meldepflichtigen Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft erfolgt. Die Mitteilungspflichten der §§ 21 ff WpHG sollten insoweit ergänzt und Mitteilungspflichten auch bei Abschluss eines CfD vorgesehen werden, sofern dieser Vorgang nach den gegebenen Umständen die Vermutung begründet, dass dies dem Erwerb einer relevanten Quote stimmberechtigter Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft dient.
3. Statt einer Ausweitung der Meldepflichten könnte der Gesetzgeber einem Bieter, der binnen einer bestimmten Frist nach dem Erwerb in bar abzurechnender Aktienderivate ein Übernahmeangebot vorlegt, für eine bestimmte Frist das Stimmrecht aus den Referenzaktien versagen, die er mit Hilfe nicht meldepflichtiger Finanzinstrumente erworben hat. Dann müsste allerdings vorgesehen werden, dass der potentielle Bieter den Verlust des Stimmrechts

---

<sup>86</sup> Vgl. dazu im Einzelnen unten V.

durch eine Mitteilung vermeiden kann. Gegen eine solche auf Übernahmen beschränkte Regelung spricht aber, dass sie die Fälle verfehlen würde, in denen ein strategischer Investor keine Übernahme, sondern nur den unbemerkten Aufbau einer wesentlichen Beteiligung plant und ins Werk setzt.

4. Werden die Mitteilungspflichten der §§ 21 ff WpHG wie unter Ziff. 2 vorgeschlagen ergänzt, dann sollten konsequent auch die Angaben in der Angebotsunterlage (§ 11 WpÜG i.V. mit der WpÜG-AngebotsVO) und in den „Wasserstandsmeldungen“ (§ 23 Abs. 1 WpÜG) um diese Informationen erweitert werden.

5. Weitere Änderungen oder Ergänzungen des WpÜG sind nicht, jedenfalls nicht zwingend, veranlasst: Eine Erstreckung der Zurechnungsnorm des § 30 WpÜG auf CfD scheidet aus, da CfD vor ihrer Abwicklung nicht dazu beitragen, dem Bieter bereits „Kontrolle“ zu ermöglichen. Und von § 31 Abs. 3 WpÜG werden CfD bereits de lege lata erfasst, wenn Bieter und die Gegenpartei des Swapvertrages „gemeinsam handeln“. Einzuräumen ist, dass es sich bei diesem Tatbestandsmerkmal um ein interpretationsbedürftiges Kriterium handelt, das zu Rechtsunsicherheit führen und Nachweisprobleme zur Folge haben kann.

Im Folgenden wird zu erörtern sein, wie die §§ 21 ff WpHG in Bezug auf CfD angepasst werden könnten.

## **V. Regelungskonzepte und Regelungsvorschlag**

### ***1. Generalklausel mit Regelbeispielen?***

*Uwe H. Schneider* und *Anzinger* haben in einer unlängst vorgelegten Studie vorgeschlagen, den bisherigen Regelungsansatz der §§ 21 ff WpHG grundsätzlich zu überdenken.<sup>87</sup> Gerade die Schwierigkeiten, den Aufbau von CfD-Positionen mit Hilfe des bestehenden Melderegimes zu erfassen, legten dies nahe. Die bisherige fallgruppengeleitete Gesetzgebung, insbesondere § 22 WpHG, lade aufgrund der kasuistisch angelegten Tatbestandsstruktur der Mitteilungsvorschriften dazu ein, Umgehungsstrategien zu entwickeln. De lege ferenda zu empfehlen sei daher ein „prinzipiengeleiteter einheitlicher Regelungstatbestand mit Regelbeispielen“, um alle bisher bekannten und nicht bekannten Umgehungsmöglichkeiten zu

---

<sup>87</sup> ZIP 2009, 1 ff; vgl. dazu auch *U. H. Schneider*, Kapitalmarktrecht – Principles Based- oder Rules Based-Regulation? in: Gedächtnisschrift Gruson, a.a.O. (Fn. 9), S. 369 ff.

erfassen. Die Autoren schlagen daher folgende Vorschriften vor, die an die Stelle der bisherigen §§ 21, 22, 25 WpHG treten sollen:

*§ 21. Zweck der folgenden Vorschriften ist die Offenlegung von Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften, um die Emittenten sowie die gegenwärtigen und künftigen Anleger über den Einfluss und die Entwicklung des Einflusses auf die Stimmrechte zu informieren. Zugleich soll der Markt über den Aufbau von wesentlichen Beteiligungen an den Gesellschaften informiert werden, weil dies zu einem Kontrollwechsel führen kann.*

*§ 22. Wesentliche Veränderungen in Bezug auf die Stimmrechtsanteile an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, sind unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt spätestens innerhalb von vier Handelstagen mitzuteilen.*

*Eine wesentliche Veränderung in Bezug auf die Stimmrechte liegt insbesondere vor, wenn*

- 1. durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise ...% der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft erreicht, überschritten oder unterschritten werden. Dem Meldepflichtigen werden die Stimmrechte zugerechnet, auf deren Ausübung er direkt oder indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten von Rechts wegen oder tatsächlich Einfluss hat. Dem Meldepflichtigen werden ferner die Stimmrechte aus Aktien zugerechnet, deren Übertragung er von Rechts wegen oder aufgrund abgestimmten Verhaltens mit einem Dritten verlangen kann oder erwarten darf.*
- 2. oder zur Erreichung der Normziele des § 21 eine Offenlegung geboten ist.“*

Im Grunde handelt es sich bei dem Vorschlag des § 22 Satz 2 Nr. 2 WpHG-E nicht um ein Regelbeispiel, wie dies die Formulierung „insbesondere“ nahe legt, sondern um den Grundtatbestand der Offenlegungspflicht: Immer dann, wenn eine Offenlegung geboten ist, um die Normziele des § 21 zu erreichen, liegt eine meldepflichtige Veränderung von Stimmrechtsanteilen an einer börsennotierten Gesellschaft vor. Dieser Grundtatbestand erhält zwar eine gewisse Kontur durch die speziellen Fälle des § 22 Satz 2 Nr. 1 WpHG-E. Jenseits dieser Fälle bleibt er aber als nahezu uferloser Auffangtatbestand anwendbar.

Die dadurch notwendig heraufbeschworene, durchaus auch von den Autoren selbst eingeräumte Rechtsunsicherheit führt wie jede Ungewissheit hinsichtlich der Anwendbarkeit

einer Rechtsnorm zu einem doppelten Problem: In den Fällen, die nach dem Normzweck eigentlich nicht erfasst werden sollten, führt die Ungewissheit hierüber zu überflüssigen Meldungen und zu nicht wünschbaren Streitigkeiten um die Abwehr von Rechtsfolgen, insbesondere Streitigkeiten um den Rechtsverlust nach § 28 WpHG und die Wirksamkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen. Und in den Fällen, die nach dem Normzweck eigentlich einer Meldepflicht unterliegen sollten, führt Ungewissheit hierüber dazu, dass der Normzweck nicht selten verfehlt werden wird.

Als Regulierungskonzept ist der Versuch, auch alle bisher nicht bekannten Umgehungsmöglichkeiten mit einer solchen Generalklausel erfassen zu wollen,<sup>88</sup> auch aus einem weiteren Grund problematisch. Damit werden Fragen nach dem Geltungsbereich des Melderegimes, seine Erstreckung auf neue Gestaltungen u.a.m. durch die schmale Blende und auf der Basis der Fakten eines Einzelfalls betrachtet, und die Diskussion hierüber beschränkt sich auf eine nicht öffentliche Erörterung spezieller Fragen zwischen den Betroffenen und der BaFin oder vor einem Gericht. Selbst wenn die BaFin der Praxis Handreichungen durch einen Emittentenleitfaden oder generelle Richtlinien bietet, sind diese letzten Endes gleichwohl weder erschöpfend noch unanfechtbar, da die Gerichte hieran nicht gebunden sind.

Die gegenwärtig nicht nur im deutschen Fachschrifttum, sondern auch international<sup>89</sup> auf der Basis breit angelegter empirischer Befragungen und Folgekostenabschätzungen<sup>90</sup> geführte Diskussion über Für und Wider einer Einbeziehung von CfD in eine Meldepflicht, die Schwellenwerte hierfür, Ausnahmen für Wertpapierdienstleister und einen *Safe Harbour* für bloße Arbitrageure und passive Investoren, die Geeignetheit von Sanktionen sowie die Abstimmung mit den Normen des Übernahmerechts, sprechen eher dafür, eine solche Debatte auch künftig nicht verkürzt als bloße Rechtsanwendungsdebatte im konkreten Einzelfall, sondern in der gebotenen Breite und Tiefe als offene rechtspolitische Debatte *de lege ferenda* zu führen. Der Nachteil, der dem gegenwärtigen Regulierungsansatz einer kasuistisch angelegten Fortentwicklung des Kapitalmarktrechts durch den Gesetzgeber vorgehalten wird, nämlich, wie der Hase in der Fabel von Hase und Igel den Marktentwicklungen immer hinterherzulaufen,<sup>91</sup> erscheint insofern eher als Vorteil. Der Nachteil dieses Regulierungsansatzes liegt nur darin, dass wirkliche (und nicht nur vermeintliche)

---

<sup>88</sup> So U.H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 9 re. Sp; kritisch dazu auch Schiessl, Der Konzern 2009, 1, 8.

<sup>89</sup> Vgl. die Nachweise oben Fn. 8 und 9.

<sup>90</sup> Siehe dazu insbesondere die Veröffentlichungen der FSA; oben Fn. 8, 32 und 67.

<sup>91</sup> Vgl. U.H. Schneider/Anzinger, ZIP 2008, 1, 2 li. Sp.

„Umgehungskonstruktionen“ zunächst einmal, bis zur Reaktion des Gesetz- oder Verordnungsgebers, nicht erfasst werden mögen. Dieser Nachteil ist aber aus unserer Sicht im Vergleich mit der Einführung einer Generalklausel das deutlich geringere Übel.

Insgesamt möchten wir uns daher aus den angedeuteten Gründen der von *U.H. Schneider/Anzinger* so genannten „kleinen“ Lösung anschließen und eine vorsichtige Fortentwicklung des bisherigen Melderegimes durch den Gesetzgeber befürworten. Bedenkenswert in diesem Zusammenhang ist die Anregung der Autoren, die Ausgestaltung der meldepflichtigen Tatbestände im Einzelnen künftig einer Verordnung zu überlassen, die schneller als ein Gesetz neuen Marktentwicklungen angepasst werden könnte.<sup>92</sup> Wünschenswert wäre dann allerdings, dass der Erlass oder die Änderung solcher Verordnungen ähnlich sorgfältig, durch Befragung der Marktteilnehmer und eine transparente, öffentliche Debatte der Regelungsvorschläge, vorbereitet würde, wie dies insbesondere der angelsächsischen Regulierungspraxis entspricht.

## **2. „Acting in concert“ kein geeigneter Anknüpfungspunkt**

Nach dem Vorstehenden verbleiben (mindestens) zwei verschiedene Regelungsansätze. Der Gesetzgeber könnte, wie dies im WpÜG geschieht, an das „gemeinsame Handeln“, an das „*acting in concert*“ von Investor bzw. potentiell Bieter einerseits und dem Ersteller des Swap, meist einem Wertpapierdienstleister, andererseits anknüpfen. Damit sind freilich Interpretations- und Nachweisprobleme verbunden, wie bereits oben (IV. 2. d, e) angedeutet wurde und auch im Folgenden noch zu zeigen ist. Der Gesetzgeber könnte deshalb statt dessen einen im ersten Zugriff pauschaleren Ansatz wählen und den Erwerb aller – in Geld oder durch Reallieferung abzuwickelnder – Finanzinstrumente, die sich auf Referenzaktien, d.h. stimmberechtigte Aktien eines börsennotierten Emittenten, als Basiswert beziehen, einer Meldepflicht unterwerfen. Die notwendigen Ausnahmen könnte ein System von hoch angesetzten Meldeschwellen einerseits und Bereichsausnahmen oder „*safe harbours*“ andererseits vorsehen. Diesem zuletzt angedeuteten Ansatz wird hier der Vorzug gegeben. Bevor er im Einzelnen dargestellt und erläutert wird (unten 3.), ist jedenfalls kurz zu erörtern, wie ein auf das *acting in concert* abstellender Regelungsansatz ausgestaltet werden könnte, und welche Nachteile sich im vorliegenden Zusammenhang ergeben würden.

---

<sup>92</sup> Siehe *U.H. Schneider/Anzinger*, ZIP 2008, 1, 10 re. Sp.; vgl. dazu auch den Vorschlag zur Ergänzung der WpAIV unten 3. a).

Die §§ 21 ff WpHG differenzieren zwischen Mitteilungen von Stimmrechten, die sich aus *Aktien* eines börsennotierten Emittenten ergeben, die vom Meldepflichtigen unmittelbar oder mittelbar gehalten werden (§§ 21 – 24 WpHG), und Mitteilungspflichten beim Halten von sonstigen *Finanzinstrumenten* (§ 25 WpHG). Im vorliegenden Zusammenhang geht es um die Mitteilungspflichten desjenigen, der ein sonstiges Finanzinstrument (Aktienderivat) hält. Daher empfiehlt sich eine Regelung im Anschluss an die bereits bestehende Vorschrift des § 25 WpHG<sup>93</sup> über Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten.

*Equity Swaps*, die dem Inhaber das Recht geben, bei Erfüllung der vertraglich festgelegten Voraussetzungen Referenzaktien zu beziehen, also einen Anspruch auf ein *physical settlement* vorsehen, werden bereits von § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG, d.h. bereits de lege lata, erfasst, sofern die dort genannten Schwellenwerte erreicht bzw. überschritten werden. Diese Regelung könnte man auch auf *Cash Settled Equity Swaps* unter der weiteren Voraussetzung erstrecken, dass Inhaber (Investor) und Gegenpartei (Ersteller des Swap) im Hinblick auf den Erwerb von Referenzaktien, auf die sich der Swap bezieht, „gemeinsam handeln“. Mit dieser Anknüpfung an das „gemeinsame Handeln“ des Inhabers der Finanzinstrumente und seiner Gegenpartei würde auf die entsprechende Erweiterung der Meldepflichten des WpÜG zurückgegriffen.<sup>94</sup> Mit der Einbeziehung „gemeinsam handelnder“ Personen, die sich über den Erwerb von Aktien – statt durch den Bieter selbst – durch mit ihm einvernehmlich agierende Personen abstimmen, intendiert der Gesetzgeber des WpÜG einen Umgehungsschutz.<sup>95</sup> Im vorliegenden Zusammenhang geht es, wie oben<sup>96</sup> eingehend begründet worden ist, ebenfalls darum, eine Lücke im wertpapierhandelsrechtlichen Meldesystem zu füllen.

Das Problem dieses Ansatzes für den Gesetzgeber und später für den Normanwender liegt zunächst einmal darin, diesen Umgehungstatbestand hinreichend bestimmt zu erfassen und zu umschreiben, unter welchen Voraussetzungen die Parteien eines Swapvertrages im Hinblick auf den Erwerb der Basiswerte oder Referenzaktien (= die Basiswerte, auf die sich der Swap bezieht) seitens des Investors „gemeinsam handeln“. Greift man hier auf die Definition des § 2 Abs. 5 WpÜG zurück, dann ist ein solches „gemeinsames Handeln“ des Investors und des

---

<sup>93</sup> Hier wird die seit dem 1. 3. 2009 geltende Fassung des § 25 WpHG zugrunde gelegt; vgl. dazu Art. 1 Nr. 3, Art. 12 RisikobegrenzungsG, BGBl. I 2008, 1666.

<sup>94</sup> Vgl. §§ 2 Abs. 5 S. 1, 23 Abs. 1 S. 1 und Abs. 2 S. 1 WpÜG; § 2 Nr. 5 WpÜG-AngebotsVO [eingehend dazu oben IV. 2. e]; vgl. ferner §§ 11 Abs. 4 Nr. 2, 18 Abs. 1, 20 Abs. 2; § 31 Abs. 1 S. 2, Abs. 3 [dazu oben IV. 2. d], Abs. 4 und Abs. 5 S. 1; § 59 S. 1 WpÜG; § 2 Nr. 7 WpÜG-AngebotsVO.

<sup>95</sup> Siehe nur *Baums/Hecker*, in: *Baums/Thoma (Hrsg.)*, WpÜG, a.a.O. (Fn. 61), § 2 Rz. 115.

<sup>96</sup> Oben IV. 1.

Erstellers des Swap anzunehmen, wenn sie ihr Verhalten im Hinblick auf den Erwerb von Referenzaktien durch Vereinbarung oder in sonstiger Weise abgestimmt haben. Eine solche „Abstimmung“ des Verhaltens beider Parteien in Bezug auf den Erwerb von Referenzaktien seitens des Investors wird aber in der Regel nicht explizit im Wortlaut des Swapvertrages verankert werden, und sie lässt sich nicht ohne weiteres aus den Bedingungen des Vertrages und dessen Sinn und Zweck erschließen.

Rechtspolitisch könnte sich empfehlen, diesem Nachweisproblem mit Hilfe einer Vermutung zu begegnen: Aus dem späteren Verhalten der Parteien würde auf eine vorausgegangene Abstimmung geschlossen. Anknüpfungstatbestand der Meldepflicht wäre dann (praktisch) die Vermutung. Dem entsprechend könnte § 25 Abs. 1 WpHG etwa wie folgt umgestaltet werden:

#### **§ 25 WpHG-E Mitteilungspflichten beim Halten aktienbezogener Finanzinstrumente**

*(1) <sup>1</sup>Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente hält, die sich auf mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, beziehen (Referenzaktien), hat dies bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der in § 21 Abs. 1 Satz 1 genannten Schwellen mit Ausnahme der Schwelle von 3 Prozent entsprechend § 21 Abs. 1 Satz 1 unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt mitzuteilen, wenn*

*1. diese Finanzinstrumente dem Inhaber das Recht einräumen, Referenzaktien zu erwerben, oder*

*2. der Inhaber von Finanzinstrumenten, die in Geld abzurechnen sind, mit der Gegenpartei im Hinblick auf den Erwerb von Referenzaktien gemeinsam handelt. <sup>2</sup>Der Inhaber und die Gegenpartei handeln gemeinsam, wenn ihr Verhalten im Hinblick auf den unmittelbaren oder mittelbaren Erwerb von Referenzaktien seitens des Inhabers durch Vereinbarung oder in sonstiger Weise abgestimmt ist. <sup>3</sup>Eine solche Abstimmung wird vermutet, wenn die Finanzinstrumente oder eine gesonderte Vereinbarung den unmittelbaren oder mittelbaren Erwerb von Referenzaktien seitens des Inhabers oder seiner Gegenpartei vorsehen, und der Inhaber unmittelbar oder mittelbar binnen einer Frist von [sechs] Monaten nach der Vereinbarung Referenzaktien von der Gegenpartei oder mit deren Kenntnis von Dritten erwirbt, die sich zusammengerechnet auf mindestens fünf Prozent der Stimmrechte an dem Emittenten beziehen; der Gegenpartei bekannte Beteiligungen nach §§ 21, 22 sind*

einzurechnen. <sup>4</sup>Dem Erwerb von Referenzaktien gleichgestellt sind Vereinbarungen, auf Grund derer die Übereignung solcher Aktien verlangt werden kann.

[Die bisherigen Sätze 2 bis 4 werden Absatz 2; die Absätze 2 und 3 werden Absätze 3 und 4. Sachlich bleiben diese Vorschriften unverändert]

§ 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 sowie die Sätze 2 bis 4 des Vorschlags würden die hier interessierenden Fallgestaltungen erfassen. Von besonderer praktischer Bedeutung wäre die Vermutung eines gemeinsamen Handelns in § 25 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E. Die Vermutung wäre auf zwei Elemente oder Merkmale gestützt: Erstens, der Swapvertrag müsste den Erwerb von Referenzaktien durch eine der Parteien vorsehen; insoweit würde der Erwerb durch den Ersteller des Swap, z.B. zu Zwecken der Absicherung, genügen. Dem gleichgestellt wäre der Erwerb von Call-Optionen oder anderen Instrumenten zu Zwecken des Hedging durch den Ersteller des Swap, sofern sie einen Anspruch auf Übereignung von Referenzaktien gewähren (§ 25 Abs. 1 Satz 4 WpHG-E). Zweitens, der Investor müsste mit Kenntnis der Gegenpartei binnen [sechs] Monaten nach dem Abschluss des Swapvertrages oder einer gesondert hiervon getroffenen Abrede mit der Gegenpartei Finanzinstrumente im Sinne des Satzes 1 Nr. 1 mit den betreffenden Aktien als Basiswert oder unmittelbar solche Aktien in Höhe von 5% oder mehr erworben haben. Bereits vom Investor gehaltene Beteiligungen wären einzurechnen. Die Vermutung des § 25 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E erfordert also keine zukunftsbezogene Betrachtung, sondern blickt nach Ablauf der [Sechs-] Monatsfrist auf den Zeitpunkt des Abschlusses des Swapvertrages zurück und vermutet eine Vereinbarung oder Abstimmung hinsichtlich eines Erwerbs der Aktien durch den Investor, sofern die Vermutungsvoraussetzungen erfüllt sind.

Bei Vorliegen dieser Voraussetzungen würde die Vermutung eines „gemeinsamen Handelns“ von Investor und Gegenpartei der Swapverträge bestehen, und würde die Mitteilungspflicht ausgelöst. Der Investor, der der Mitteilungspflicht entgehen wollte, müsste entweder das Vorliegen der Vermutungsvoraussetzungen widerlegen oder die Vermutung entkräften.

Gegen eine solche – den Meldepflichten des WpÜG nachgebildete<sup>97</sup> – Anknüpfung an das „acting in concert“ von Investor und Gegenpartei des Swap bestehen aus mehreren Gründen Bedenken.

---

<sup>97</sup> Vgl. oben IV. 2. e).

Zunächst einmal ist nicht zu leugnen, dass ein Rückgriff auf das „gemeinsame Handeln“ und die „Abstimmung in sonstiger Weise“ – wie im WpÜG – Unsicherheiten der Normanwendung mit sich bringt. Wenn die Vermutungsvoraussetzungen des § 25 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E nicht erfüllt sind, könnte unmittelbar auf § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 und Satz 2 WpHG-E rekurriert werden; damit blieben diese interpretationsbedürftigen, weiten Tatbestandsmerkmale anwendbar.

Sodann wirft auch der Vermutungstatbestand des § 25 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E selbst Fragen und Zweifel auf: Wird das Abstellen auf einen Zeitraum von 6 Monaten nach dem Erwerb eines Swap bzw. einer ergänzenden Abrede den Verhältnissen gerecht? Sollte und kann aus praktischen Gründen auf die Kenntnis der Gegenpartei abgestellt werden, wenn der Investor weitere Finanzinstrumente oder Aktien von Dritten erwirbt oder bereits selbst in seinem Bestand hält? Und ist es gerechtfertigt, mit § 25 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E von einem vereinbarten oder abgestimmten Erwerb zwischen Investor und seiner Gegenpartei zu sprechen, wenn es sich bei der Gegenpartei um die Hausbank (Depotbank) handelt, über die und mit deren Kenntnis der Investor weitere Käufe von Referenzaktien tätigt? Im Hinblick auf diese rechtspolitischen Bedenken und Anwendungsprobleme empfiehlt sich eher, im vorliegenden Zusammenhang auf eine Anknüpfung an ein „*acting in concert*“ zu verzichten und statt dessen einen anderen Ansatz zu wählen, der im Folgenden vorgestellt werden soll.

### **3. Pauschalanknüpfung mit Ausnahmen**

Vorzugswürdig erscheint, einen im ersten Zugriff pauschaleren Ansatz zu wählen und den Erwerb aller – durch Reallieferung oder in Geld abzuwickelnder – Finanzinstrumente, die sich auf Referenzaktien, d.h. stimmberechtigte Aktien eines börsennotierten Emittenten, als Basiswert beziehen, einer Meldepflicht zu unterwerfen, und die notwendigen Ausnahmen durch ein System von hoch angesetzten Meldeschwellen einerseits und Bereichsausnahmen oder „*safe harbours*“ andererseits vorzusehen. Dementsprechend könnte § 25 WpHG wie folgt umgestaltet, und ein neuer § 25a WpHG eingefügt werden.<sup>98</sup>

---

<sup>98</sup> Eine weitere in den hier behandelten Zusammenhang gehörende, an dieser Stelle aber nicht vertiefte Frage ist, ob auch die Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen gemäß § 27a WpHG i. d. F. des Risikobegrenzungsgesetzes auf Finanzinstrumente i. S. des § 25 WpHG-E (dazu sogleich im Text) erstreckt werden sollten. § 27a WpHG bezieht bisher Finanzinstrumente nicht ein. Werden Finanzinstrumente aber gezielt dazu eingesetzt, verdeckt den Erwerb an sich meldepflichtiger Aktienpositionen aufzubauen und darüber hinaus Übernahmen vorzubereiten, bedarf diese rechtspolitische Entscheidung der Überprüfung. Die US-amerikanischen Erfahrungen mit den wenig gehaltvollen Angaben in den Mitteilungen hierzu stimmen allerdings nicht hoffnungsfroh.

**a) Text des Vorschlags**

**§ 25 WpHG-E Mitteilungspflichten beim Halten aktienbezogener Finanzinstrumente**

(1) <sup>1</sup>Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente hält, die dem Inhaber das Recht einräumen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist (Referenzaktien), zu erwerben, hat dies entsprechend § 21 Abs. 1 Satz 1 unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt mitzuteilen, wenn die Stimmrechte aus den Referenzaktien die in § 21 Abs. 1 Satz 1 genannten Schwellen mit Ausnahme der Schwelle von 3 Prozent erreichen, überschreiten oder unterschreiten.

[Die Sätze 2 bis 4 bleiben unverändert]

(1a) <sup>1</sup>Finanzinstrumente, die dem Inhaber kein Recht auf Erwerb von Referenzaktien einräumen, stehen Finanzinstrumenten im Sinne des Absatzes 1 gleich, wenn ihr Preis oder Wert sich bei einer Erhöhung des Preises der Referenzaktien erhöht. <sup>2</sup>Abs. 1 Sätze 2 bis 4 gelten entsprechend.

[In Abs. 2 werden die Worte „in Absatz 1“ ersetzt durch „in den Absätzen 1 und 1a“]

(3) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf,

1. Gattungen von Finanzinstrumenten von der Mitteilungspflicht ausnehmen, wenn sichergestellt ist, dass ein Erwerb der Referenzaktien durch den Inhaber der Finanzinstrumente und die Ausübung von Stimmrechten aus den Referenzaktien durch ihn oder im individuellen Interesse des Inhabers während der Laufzeit oder als Folge der Abwicklung des Finanzinstruments ausscheidet;

2. nähere Bestimmungen über den Inhalt, die Art, die Sprache, den Umfang und die Form der Mitteilung nach Absatz 1 erlassen.

## **§ 25a WpHG-E Befreiung von Mitteilungspflichten**

(1) <sup>1</sup>Die Bundesanstalt lässt auf schriftlichen Antrag zu, dass Finanzinstrumente im Sinne des § 25 Absatz 1 und Absatz 1a bei der Berechnung der Schwellen des § 25 Absatz 1 unberücksichtigt bleiben, wenn der Antragsteller erklärt, dass er bis zum Ablauf einer Frist von drei Monaten nach der Abwicklung oder der Veräußerung dieser Finanzinstrumente weder Referenzaktien erwerben noch auf die Ausübung von Rechten oder auf die Geschäftsführung des Emittenten aus ihnen Einfluss nehmen wird. <sup>2</sup>Die Befreiung kann die Bundesanstalt mit der Auflage versehen, ihr unaufgefordert in regelmäßigen Abständen oder auf Anfrage das Vorliegen der Befreiungsvoraussetzungen nachzuweisen.

(2) Stimmrechte aus Aktien, auf die sich gemäß Absatz 1 freigestellte Finanzinstrumente beziehen, können während der Dauer der Befreiung nicht ausgeübt werden, wenn diese Aktien demjenigen gehören, dem die Befreiung erteilt ist, oder wenn ihm Stimmrechte aus diesen Aktien nach § 21 Absatz 1 Satz 1 Ziffern 1. und 2. zuzurechnen sind.

### **b) Grundzüge des Vorschlags**

Die bisherige Vorschrift des § 25 WpHG (in der seit dem 1. 3. 2009 geltenden Fassung) soll der Sache nach unverändert bleiben; die Umformulierung des § 25 Abs. 1 WpHG-E ist lediglich redaktioneller Natur. § 25 Abs. 1a WpHG-E stellt unter den dort genannten Voraussetzungen aktienbezogene Finanzinstrumente, die nicht durch Reallieferung von Aktien, sondern in Geld abzurechnen sind, den bisher schon meldepflichtigen aktienbezogenen Finanzinstrumenten gleich. Die damit im Ansatz verbundene weiträumige Ausdehnung der Pflichten zur Mitteilung aktienbezogener Finanzinstrumente aller Art, also nicht nur solcher, deren Inhaber eine Abwicklung durch Reallieferung fordern kann, soll durch eine Kombination eines hohen Schwellenwerts mit mehreren Ausnahmetatbeständen oder *safe harbours* eingegrenzt werden:

- Eine Meldepflicht wird nur ausgelöst, wenn die Stimmrechte aus den Referenzaktien, auf die sich die Finanzinstrumente beziehen, gegebenenfalls gemeinsam mit nach den §§ 21, 22 WpHG zuzurechnenden Beteiligungen, mindestens die Fünfprozentsschwelle des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG erreichen. Das entspricht der bereits heute für meldepflichtige Finanzinstrumente geltenden Regelung (§ 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG).

- Für Kreditinstitute und sonstige Wertpapierdienstleister bleibt es bei der Bereichsausnahme des § 25 Abs. 1 Satz 2 i. V. mit § 23 WpHG.
- Durch Rechtsverordnung können einzelne Gattungen von Finanzinstrumenten von der Mitteilungspflicht ausgenommen werden, wenn sichergestellt ist, dass ein Erwerb von Referenzaktien durch den Inhaber der hierauf bezogenen Finanzinstrumente und die Ausübung von Stimmrechten aus ihnen durch ihn oder in seinem Interesse ausscheidet (§ 25 Abs. 3 Nr. 1 WpHG-E).
- Durch Einführung eines neuen § 25a WpHG soll die Möglichkeit geschaffen werden, auch im Einzelfall, durch Verfügung der BaFin, von der Mitteilungspflicht freizustellen. Die Freistellungsverfügung hat zur Folge, dass Stimmrechte aus den betreffenden Referenzaktien nicht durch den Inhaber der aktienbezogenen Finanzinstrumente oder in seinem Interesse ausgeübt werden können.

Obwohl der Anwendungsbereich des § 25 WpHG durch die hier vorgeschlagenen Änderungen jedenfalls im ersten Ansatz auf sämtliche aktienbezogenen Finanzinstrumente erstreckt würde, mögen die Vorschriften der §§ 21 ff WpHG auch danach noch Lücken aufweisen, die ein unbemerktes „Anschleichen“ ermöglichen;<sup>99</sup> deren Erörterung bleibt hier aber aus Platzgründen ausgeblendet.<sup>100</sup>

### **c) Einzelfragen**

#### **aa) Meldeschwellen, Zusammenrechnung verschiedener Positionen**

Nach § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG ist das Halten von Finanzinstrumenten entsprechend § 21 Abs. 1 Satz 1 mitzuteilen, wenn diese Finanzinstrumente dem Inhaber das Recht einräumen, stimmberechtigte Aktien eines Emittenten (Referenzaktien) zu beziehen, und die Stimmrechte aus den Referenzaktien die in § 21 Abs. 1 Satz 1 genannten Schwellen mit Ausnahme der Schwelle von 3%, d.h. mindestens eine Schwelle von 5% Prozent, erreichen, überschreiten oder unterschreiten. Der Entwurf belässt es bei dieser 5%-Schwelle.<sup>101</sup> Ein Absenken auf die 3%-Schwelle des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG ist nicht veranlasst. Vielmehr sollte durch eine

<sup>99</sup> Vgl. dazu etwa v. *Bülow*, *Börsen Zeitung* vom 11. 3. 2009, S. 2; *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340, 344 ff.

<sup>100</sup> Vgl. bereits oben I.

<sup>101</sup> Für eine 10%-Schwelle in Anlehnung an § 27a WpHG *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 71.

höhere Meldeschwelle dem Umstand Rechnung getragen werden, dass zum Beispiel der Erwerb von Swaps, die auf einen Ausgleich der Kursdifferenz eines Pakets von stimmberechtigten Aktien gerichtet sind, eine Inhaberschaft an diesen Aktien und die Verfügung über die Stimmrechte hieraus eben noch nicht vermittelt. Sondern dieser weitere Schritt erfordert in aller Regel noch erhebliche Zuzahlungen des Investors, was die künftige Möglichkeit einer Einflussnahme auf den Emittenten und die Wahrscheinlichkeit einer Aufstockung der Beteiligung entsprechend reduziert. Außerdem soll die hohe Meldeschwelle auch dafür Sorge tragen, dass der Einsatz solcher Finanzinstrumente zu Spekulations- und Arbitragezwecken unterhalb dieser Schwelle keiner Mitteilungspflicht unterworfen wird, und hierfür nicht jeweils eine Freistellung nach § 25a WpHG-E erwirkt werden muß.<sup>102</sup> Unser Vorschlag schließt sich deshalb in diesem Punkt internationalen Vorbildern bewusst nicht an.<sup>103</sup>

Finanzinstrumente im Sinne des § 25 Abs. 1a WpHG-E werden durch diese Vorschrift den Finanzinstrumenten des § 25 Abs. 1 WpHG gleichgestellt. Werden sowohl Finanzinstrumente im Sinne des § 25 Abs. 1 WpHG-E als auch solche im Sinne des § 25 Abs. 1a WpHG-E gehalten, so sind sie zusammenzurechnen; die Mitteilungspflicht wird insoweit nur insgesamt und einmal ausgelöst, auch wenn beide Typen von Finanzinstrumenten jeweils eine relevante Meldeschwelle überschreiten sollten. Überdies gelten die Aggregationsvorschriften des § 25 Abs. 1 Satz 3 WpHG<sup>104</sup> und die Befreiung von Mehrfachmeldungen gemäß § 25 Abs. 1 Satz 2 i. V. m. § 24 WpHG und gemäß § 25 Abs. 1 Satz 4 WpHG auch hier entsprechend; vgl. § 25 Abs. 1a Satz 2 WpHG-E.

#### **bb) Die Finanzinstrumente des § 25 Abs. 1a WpHG-E**

Die Finanzinstrumente im Sinne des § 25 Abs. 1a WpHG-E, die in die Meldepflicht einbezogen werden sollen, sind nicht nur CfD, sondern allgemein Finanzinstrumente im Sinne von § 2 Abs. 2b WpHG, im vorliegenden Zusammenhang also insbesondere Wertpapiere und Derivate. Von den Finanzinstrumenten des § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E unterscheiden sich

---

<sup>102</sup> S. dazu oben IV. 1.

<sup>103</sup> Die DTR der brit. FSA (vgl. oben Fn. 8) sehen eine Meldepflicht von 3% für CfD (allein oder zusammengerechnet mit Aktienbesitz des Meldepflichtigen) vor; vgl. DTR 5.1.2 R. Zur schweizerischen und französischen Regelung s. die Nachweise oben Fn. 8.

<sup>104</sup> Hierüber lässt sich sicher streiten. Für die Finanzinstrumente des § 25 Abs. 1 WpHG ist die Zusammenrechnung mit den Beteiligungen nach den §§ 21, 22 WpHG erst durch das Risikobegrenzungsgesetz eingeführt worden (Motive dazu BT-Drucks. 16/7438, Begründung, Bes. Teil, zur Änderung des § 25 WpHG). Für die bar abzuwickelnden Finanzinstrumente des § 25 Abs. 1a WpHG-E könnte dies, um die Anzahl der Meldungen bzw. Befreiungsanträge weiter zu reduzieren, auch anders entschieden werden.

diese Finanzinstrumente dadurch, dass sie dem Inhaber kein Recht einräumen, bestimmte Aktien zu erwerben; vielmehr ist Abrechnung in Geld vorgesehen. Wie die Finanzinstrumente des § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E „beziehen“ sich diese Finanzinstrumente aber ebenfalls auf Aktien („Referenzaktien“). Dieser „Bezug“ auf die Referenzaktien wird in den Fällen des § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG dadurch hergestellt, dass das Finanzinstrument seinem Inhaber das Recht, typischerweise einen Anspruch auf Übereignung, vermittelt, eine oder mehrere Referenzaktien zu erwerben. In den Fällen des § 25 Abs. 1a WpHG-E besteht der Bezug der erfassten Finanzinstrumente auf die Referenzaktien darin, dass sich der Preis oder Wert des betreffenden Finanzinstruments, seinen Bedingungen gemäß, bei einer Erhöhung des Preises der Referenzaktien ebenfalls erhöht (§ 25 Abs. 1a Nr. 1 WpHG-E).

Finanzinstrumente, deren Preis oder Wert bei einem Sinken des Preises der in Bezug genommenen Aktien steigt, und Finanzinstrumente, deren Preis oder Wert sich bei einer Erhöhung des Preises der Referenzaktien vermindert, werden demzufolge von der Meldepflicht nicht erfasst. Die Meldepflicht soll nur auf eine *long*-Position aus Finanzinstrumenten erstreckt werden, deren Wert oder Preis sich in Abhängigkeit vom Kursanstieg der Referenzaktie nach oben entwickelt.<sup>105</sup> Diese Regelung zielt auf den unbemerkten Aufbau maßgeblicher mittelbarer wirtschaftlicher Positionen in Referenzaktien, das unbemerkte „Anschleichen“, ab. Das Vorbereiten eines „Wegschleichens“ aus einer zuvor aufgebauten meldepflichtigen Beteiligung durch Aufbau einer „*short*“-Position (Erwerb von bar abzurechnenden *puts* auf Aktien) wird also nicht erfasst.

Dadurch, dass § 25 Abs. 1a WpHG-E alle Finanzinstrumente erfasst, deren Wert oder Preis sich in Abhängigkeit von einer positiven Kursentwicklung einer Aktie gleichfalls positiv entwickelt, werden freilich zahlreiche Wertpapiere und Derivate in den Anwendungsbereich dieser Norm hineingezogen, wie Anteile an Beteiligungsgesellschaften; Zertifikate, deren Vergütung sich auf die Entwicklung einer Aktie, eines Aktienindex oder eines vom Emittenten des Zertifikats zusammengestellten Korbes von Wertpapieren („Basket“-Zertifikate) beziehen; ferner Wandelschuldverschreibungen auf noch nicht ausgegebene Aktien; Anteile an Investmentvermögen, zu deren Anlagegegenständen auch Referenzaktien gehören; sowie Derivate (d.h. als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte) wie zum Beispiel die hier interessierenden CfD und Call-Optionen einschließlich Indexoptionen und *basket warrants*, deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar

---

<sup>105</sup> Ebenso die DTR der brit. FSA (vgl. oben Fn. 8), unter DTR 5.3.3 G (2) (a).

(auch) vom Kurs der Referenzaktien ableitet. Auch sogenannte Swap-Optionen („*swaptions*“) werden von § 25 Abs. 1a WpHG-E erfasst.<sup>106</sup>

Nun würde die Einbeziehung sämtlicher Finanzinstrumente, deren Wert oder Preis sich nach den Bedingungen dieses Instruments in Abhängigkeit vom Steigen des Aktienkurses einer Referenzaktie gleichfalls positiv entwickelt, ersichtlich über das angestrebte Ziel der Regulierung hinauschießen. Denn letzten Endes sollen nur solche aktienbezogenen Finanzinstrumente erfasst werden, bei denen zumindest die Möglichkeit besteht, dass der Inhaber des Finanzinstruments die stimmberechtigten Referenzaktien wirtschaftlich vorteilhafter oder eher erwerben und dementsprechend die Stimmrechte ausüben kann als der Markt im übrigen. Nur dies rechtfertigt es, den Erwerb eines solchen Finanzinstruments dem Erwerb von Stimmrechten im Sinne des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG gleichzustellen. In den Fällen, in denen ein solcher Erwerb bzw. ein solcher Stimmrechtseinfluss ausscheidet, ist eine Einbeziehung in die Meldepflicht nicht gerechtfertigt.

§ 25 Abs. 3 Nr. 1 WpHG-E sieht daher eine Ermächtigung zu einer Verordnung (Ergänzung der WpAIV) vor, die einzelne Gattungen von Finanzinstrumenten von der Mitteilungspflicht ausnehmen darf, wenn sichergestellt ist, dass ein Erwerb der Referenzaktien durch den Inhaber der Finanzinstrumente und die Ausübung von Stimmrechten aus ihnen durch den Inhaber oder in seinem individuellen Interesse während der Laufzeit oder als Folge der Abwicklung des Finanzinstruments ausscheidet.<sup>107</sup> Das wird für zahlreiche börsengehandelte

---

<sup>106</sup> Bei einer Swap-Option handelt es sich um einen unter der aufschiebenden Bedingung der Ausübung des Optionsrechts fest abgeschlossenen Swapvertrag oder um die Kombination eines Optionsvertrages über die Gewährung eines Gestaltungsrechts mit einem inhaltlich bereits fest ausgehandelten Swapvertrag. Dazu aus der Lit. *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl. 2007, § 114 Rz. 82; *Schwintowski/F. Schäfer*, a. a. O. (Fn. 34), § 21 Rz. 91 m. Nachweisen; eingehend *Erne*, Die Swapgeschäfte der Banken, 1992, S. 63 ff.

<sup>107</sup> Die neu gefaßten Disclosure and Transparency Rules (DTR) der brit. FSA (s. oben Fn. 8) bringen dies dadurch zum Ausdruck, dass bar abzurechnende Aktienderivate eine „ähnliche wirtschaftliche Auswirkung“ („*similar economic effect*“) wie ein meldepflichtiges Derivat haben müssen, um der Meldepflicht unterworfen zu sein; vgl. DTR 5.3.3 G (2) (a). Der „*similar economic effect*“ wird darin gesehen, dass die betreffenden Finanzinstrumente dem Inhaber die Möglichkeit verschaffen, wirtschaftlich vorteilhafter oder eher die Referenzaktien erwerben zu können als der Markt. Dieses positive Erfordernis eines „*similar economic effect*“ führt allerdings bei Finanzinstrumenten, die keine lineare, parallele Entwicklung zur Rendite der Referenzaktie nehmen, sondern sich z.B. in Abhängigkeit von einem anderen, selbst gewählten Maß entwickeln (z.B. im Verhältnis eines im Vertrag fixierten Ausübungspreises zum Börsenkurs der Referenzaktie bei Ablauf einer Option) dazu, dass ein „*similar economic effect*“ sich im Zeitablauf mehrfach ändern kann (z.B. müsste ein „*similar economic effect*“ verneint werden, wenn die Option „unter Wasser“ ist). In der Tat hat dies in der Regelung der DTR (5.8.2 R (4)) zur Folge, dass die Marktteilnehmer bei Optionen (calls) nicht nur bei deren Erwerb oder Veräußerung, sondern ggfs. aufgrund börsentäglicher Delta-adjustierter Berechnungen das Berühren der Meldeschwelle beobachten und, falls erforderlich, eine Meldung erstatten müssen; vgl. DTR 5.3.3 G (2) (b) (zum „*option delta*“ s. nur *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 9. Auflage 2008, S. 590 ff). Darauf wird hier, auch im Hinblick auf die vorgeschlagene höhere Meldeschwelle, verzichtet.

oder einem allgemeinen Anlegerpublikum zugängliche Wertpapier- und Derivattypen zutreffen, die sich nicht nur auf einen einzigen Basiswert beziehen. Das ist der Fall, wenn die Referenzaktie nur einen Bruchteil eines Anlagevermögens, Index oder eines Korbes von Wertpapieren bildet, insbesondere, wenn in einem solchen Fall die Referenzaktie ohne Abstimmung mit den Investoren im Rahmen eines Portfoliomanagements aufgestockt, abgebaut oder ersetzt werden kann.<sup>108</sup>

### cc) Die meldepflichtigen Personen

Meldepflichtig ist nach § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG, wer „unmittelbar oder mittelbar“ Finanzinstrumente hält. Ein „mittelbares“ Halten liegt vor, wenn Finanzinstrumente über Tochterunternehmen oder Verwaltungstreuhand gehalten werden.<sup>109</sup> Das mag etwa der Fall sein, wenn eine „*lead bank*“ oder Hauptbank es im Auftrag eines potentiellen Bieters unternimmt, im eigenen Namen für dessen Rechnung Swapverträge mit anderen Wertpapierdienstleistern zu schließen.

Erwirbt ein Kreditinstitut oder sonstiger Wertpapierdienstleister im Rahmen eines Swap zur Absicherung seiner Risikoexposition im Wege eines *natural hedge* Aktien, bleiben die Stimmrechte hieraus für die Meldepflicht des Wertpapierdienstleiters unter den Voraussetzungen des gesetzlichen Befreiungstatbestands des § 23 Abs. 1 WpHG außer Betracht. Nach § 25 Abs. 1 Satz 2 WpHG, der gemäß § 25 Abs. 1a Satz 2 WpHG-E auch für die dort genannten Finanzinstrumente gilt, ist insbesondere die Bereichsausnahme des § 23 Abs. 1 WpHG auf Finanzinstrumente entsprechend anzuwenden. Diese Freistellung zugunsten der Kreditinstitute und sonstigen Wertpapierdienstleister erstreckt sich freilich nur auf die Meldepflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst, privilegiert aber nicht deren Vertragspartner aus einem Finanzinstrument. Eine Mitteilungspflicht kann sich für den Inhaber von Swaps nach § 25 Abs. 1a i.V.m. Abs. 1 WpHG-E also etwa auch dann ergeben, wenn es sich bei der Gegenpartei um einen Wertpapierdienstleister handelt, der zu Zwecken des Hedging keine Referenzaktien, sondern statt ihrer Finanzinstrumente erworben hat, die ihm ein Recht oder einen Anspruch (Call-Optionen) oder auch nur eine Aussicht auf

---

<sup>108</sup> Vgl. auch die DTR der brit. FSA [oben Fn. 8] sub 5.3.3 G (2) (c) (ii): “A financial instrument referenced to a basket or index of shares will not have similar economic effects to a qualifying financial instrument [mit der Folge, dass sie in die Meldepflicht nicht einbezogen werden; d. Verf.] unless the shares in the basket represent 1% or more of the class in issue and 20% or more of the value of the securities in the basket or index.“ Ähnliche Zahlenwerte könnten auch in der WpAIV festgelegt werden.

<sup>109</sup> Vgl. Entwurf eines Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes/TUG, BT-Drucks. 16/2498, Begründung, S. 37 li. Sp.

die Lieferung von Referenzaktien (Abschluss von Swap-Verträgen mit Dritten mit dem gleichen Basiswert, aber als *long* gehende Vertragspartei) gewähren. Denn für die Anwendung des § 25 Abs. 1a WpHG-E ist weder maßgebend, dass das Geschäft für die Gegenpartei (hier: nach § 23 Abs. 1 WpHG) keine Meldepflicht auslöst, noch kommt es nach § 25 Abs. 1a WpHG-E darauf an, ob und in welcher Weise die Gegenpartei sich bei einem auf eine Referenzaktie geschriebenen CfD absichert.

#### **dd) Befreiung von Mitteilungspflichten; Sanktionen**

Über die Fälle des § 25 Abs. 1 Satz 2 WpHG und des § 25 Abs. 1a Satz 2 WpHG-E, jeweils in Verbindung mit § 23 Abs. 1 WpHG, hinaus sollte eine Befreiung von der Meldepflicht für die Fälle vorgesehen werden, in denen der potentiell nach § 25 Abs. 1 oder Abs. 1a WpHG-E mitteilungspflichtige Inhaber von Finanzinstrumenten weder beabsichtigt, Referenzaktien zu erwerben noch, Einfluss auf die Geschäftsführung des Emittenten oder sonst auf die Ausübung von Rechten aus ihnen zu nehmen. Diese Freistellungsmöglichkeit sieht § 25a WpHG-E vor. Anders als in den Fällen des § 23 WpHG handelt es sich nicht um eine Freistellung *ex lege*, sondern es bedarf hierfür – in Anlehnung an § 23 WpHG a.F.<sup>110</sup> – eines Antrags bei der BaFin und einer ausdrücklichen Freistellungsentscheidung der BaFin. Der schriftliche Freistellungsantrag ist vom potentiell nach § 25 Abs. 1 oder Abs. 1a WpHG-E meldepflichtigen Inhaber von Finanzinstrumenten zu stellen. Ihm ist die Erklärung des Inhabers beizufügen, dass er bis zum Ablauf einer Frist von drei Monaten nach der Beendigung oder der Veräußerung der Finanzinstrumente, auf die sich der Freistellungsantrag bezieht, weder die den Finanzinstrumenten zugrundeliegenden Basiswerte (Aktien) erwerben noch auf die Geschäftsführung des Emittenten oder sonst auf die Ausübung von Rechten aus ihnen Einfluss nehmen wird.

Der Freistellungsantrag kann nur hinsichtlich solcher Finanzinstrumente gestellt werden, die eine Meldepflicht nach § 25 Abs. 1 oder Abs. 1a WpHG auslösen können, d.h. solcher Finanzinstrumente, die sich auf stimmberechtigte Aktien beziehen. Eine dem stattgebende Entscheidung befreit demzufolge nicht von einer Mitteilungspflicht gemäß § 21 WpHG.

Wird die Befreiung von der BaFin dem Antrag entsprechend erteilt, hat dies nach dem Vorbild des § 23 Abs. 5 WpHG die Wirkung, dass Stimmrechte aus Aktien, auf die sich

---

<sup>110</sup> Insoweit geändert durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz/TUG (a.a.O. Fn. 51); Begründung hierzu in BT-Drucks. 16/2498 S. 35.

gemäß Absatz 1 freigestellte Finanzinstrumente beziehen, während der Dauer der Befreiung vom Antragsteller nicht ausgeübt werden können (§ 25a Abs. 2 WpHG-E). Entfallen die Freistellungsvoraussetzungen nach Erlass der Freistellungsentscheidung der BaFin wieder, kann die BaFin ihren Verwaltungsakt nach allgemeinen Regeln widerrufen. Die BaFin kann sich, wiederum orientiert an der Vorschrift des § 23 Abs. 3 WpHG a. F., jederzeit vom Antragsteller nachweisen lassen, dass die Freistellungsvoraussetzungen noch gegeben sind (§ 25a Abs. 1 Satz 2 WpHG-E). Zum Beispiel kann sie eine erneute Erklärung des Antragstellers hierüber oder die Vorlage einer Bestätigung des Abschlussprüfers oder einen sonstigen geeigneten Nachweis dazu fordern, dass der Antragsteller keine Referenzaktien erworben hat.

Was schließlich die Sanktionen für eine Verletzung der Meldepflichten aus § 25 WpHG-E betrifft, wird hier keine Änderung gegenüber dem geltenden § 25 WpHG vorgeschlagen. Der – problematische<sup>111</sup> – Rechtsverlust nach § 28 WpHG bezieht sich nur auf Fälle, in denen dem Meldepflichtigen stimmberechtigte Aktien bereits gehören oder aus denen ihm gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 oder Nr. 2 WpHG Stimmrechte zugerechnet werden, also Fälle, in denen Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a WpHG nicht erfüllt werden. Wird gegen eine Mitteilungspflicht nach § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG verstoßen, stellt dies eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit dar (§ 39 Abs. 4 i.V. mit § 39 Abs. 2 Nr. 2. f) WpHG). Dabei sollte es auch für die Verletzung der Meldepflicht hinsichtlich der Finanzinstrumente des § 25 Abs. 1a WpHG-E bleiben; d. h. der Katalog des § 39 Abs. 2 WpHG müsste entsprechend ergänzt werden..

---

<sup>111</sup> Problematisch, weil von dem Verlust der Stimmrechte nicht nur derjenige negativ betroffen ist, der seine Meldepflichten verletzt hat, sondern auch die Gesellschaft, an der die nicht gemeldeten Stimmrechte bestehen, und damit die übrigen Aktionäre. Denn zum einen ist es in Streit- und Zweifelsfällen praktisch in der Regel unmöglich, vor oder in der Hauptversammlung die Frage der Stimmberechtigung bzw. des Stimmverlusts verbindlich zu klären. Zum anderen gehören Rügen der Nichtbeachtung des § 28 WpHG inzwischen zu den Standardrügen professioneller Anfechtungskläger; vgl. dazu die Angaben bei *Baums/Keinath/Gajek*, ZIP 2007, 1629, 1640, 1641. Kritisch zu § 28 WpHG zuletzt *Happ*, in: Festschrift K. Schmidt, 2009, S. 545 ff.

## VI. Zusammenfassung und Schlussbemerkung

1. Aktienderivate wie z.B. Swaps werden, wenn sie bar abzurechnen sind, mit Ausnahme nachweisbarer Umgehungsgestaltungen von den §§ 21 ff WpHG nicht erfasst.
2. Der Zweck der §§ 21 ff WpHG legt nahe, die wertpapierhandelsrechtliche Mitteilungspflicht auch auf solche Finanzinstrumente zu erstrecken, sofern dieser Vorgang nach den gegebenen Umständen die Vermutung begründet, dass dies dem Erwerb einer relevanten Quote stimmberechtigter Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft dient.
3. Werden die Mitteilungspflichten der §§ 21 ff WpHG wie unter Ziff. 2 vorgeschlagen ergänzt, dann sollten auch die Angaben in der Angebotsunterlage (§ 11 WpÜG i.V. mit der WpÜG-AngebotsVO) und in den „Wasserstandsmeldungen“ (§ 23 Abs. 1 WpÜG) um diese Informationen erweitert werden.
4. Statt einer Ausweitung der Meldepflichten könnte der Gesetzgeber einem Bieter, der binnen einer bestimmten Frist nach dem Erwerb bar abzurechnender Aktienderivate ein Übernahmeangebot vorlegt, für eine bestimmte Frist das Stimmrecht aus den Referenzaktien versagen, die er mit Hilfe nicht meldepflichtiger Finanzinstrumente erworben hat. Dann müsste aber jedenfalls vorgesehen werden, dass der potentielle Bieter den Verlust des Stimmrechts durch eine Mitteilung vermeiden kann. Gegen eine solche auf Übernahmen beschränkte Regelung spricht aber, dass sie die Fälle verfehlen würde, in denen ein strategischer Investor keine Übernahme, sondern nur den unbemerkten Aufbau einer wesentlichen Beteiligung plant und ins Werk setzt.
5. Eine Ersetzung des „*Rule Based*“ - Ansatzes der §§ 21 ff WpHG durch einen „*Principle Based*“ – Ansatz (Generalklausel mit Regelbeispielen) ist abzulehnen. Auch eine Anknüpfung an ein „*acting in concert*“ zwischen den Parteien eines Swapvertrages oder sonstigen Aktienderivats ist wegen der damit verbundenen Anwendungs- und Nachweisprobleme nicht zu befürworten.
6. Vielmehr empfiehlt sich, die Mitteilungspflicht des § 25 Abs. 1 WpHG auf Aktienderivate zu erstrecken, die keine Abwicklung durch Lieferung, sondern in Geld vorsehen. Allerdings muß diese Ausdehnung der Mitteilungspflichten durch ein System hoher Meldeschwellen und Ausnahmen wieder eingegrenzt werden, um eine übermäßige Belastung der Emittenten mit Bürokratiekosten und eine Überflutung des Marktes mit entbehrlichen und Verwirrung stiftenden Mitteilungen zu verhüten.
7. Danach sollte eine Mitteilungspflicht nur ausgelöst werden, wenn die Stimmrechte aus den Referenzaktien, auf die sich die Aktienderivate beziehen, gegebenenfalls gemeinsam mit nach den §§ 21, 22 WpHG zuzurechnenden Beteiligungen, mindestens die Fünfprozentschwelle des § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG erreichen (§ 25 Abs. 1a Satz 2 i. V. mit Abs. 1 WpHG-E). Das entspricht der bereits heute für meldepflichtige Finanzinstrumente geltenden Regelung (§ 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG).
8. Meldepflichtig sollte nur der Inhaber einer *long*-Position sein, d.h. diejenige Vertragspartei, der bei Anstieg des Kurses des Basis- oder Referenzwertes Zahlungen zu leisten sind.

9. Für Kreditinstitute und andere Wertpapierdienstleister, die *short*- oder *long*-Positionen aus solchen Finanzinstrumenten im Rahmen ihres Handelsgeschäfts als Wertpapierdienstleistungen (einschließlich der Absicherung solcher Geschäfte) eingehen, sollte entsprechend § 23 Abs. 1 WpHG eine Ausnahme von der Mitteilungspflicht vorgesehen werden.
10. Durch Rechtsverordnung sollten einzelne Gattungen von Finanzinstrumenten von der Mitteilungspflicht ausgenommen werden, wenn sichergestellt ist, dass ein Erwerb von Referenzaktien durch den Inhaber der hierauf bezogenen Finanzinstrumente und die Ausübung von Stimmrechten aus ihnen durch ihn oder in seinem Interesse ausscheidet.
11. Ferner sollte die Möglichkeit geschaffen werden, auch im Einzelfall, durch Verfügung der BaFin, von der Mitteilungspflicht freizustellen. Die Freistellungsverfügung sollte zur Folge haben, dass Stimmrechte aus den betreffenden Referenzaktien nicht durch den Inhaber der aktienbezogenen Finanzinstrumente oder in seinem Interesse ausgeübt werden könnten.
12. Als Sanktion für Verstöße gegen die hier vorgeschlagene Mitteilungspflicht sollte ein Bußgeld vorgesehen werden (Ergänzung des § 39 Abs. 2 OWiG).

Die vorstehenden Überlegungen zeigen die Komplexität eines Versuches auf, *Cash Settled Equity*-Instrumente kapitalmarktrechtlich einzufangen, um die Umgehung von Mitteilungspflichten und das Anschleichen an Zielunternehmen mit Hilfe dieser Instrumente tunlichst auszuschalten. Diese Schwierigkeiten rühren daher, dass der Gestaltungsfreiheit und der rechtsgestaltenden Phantasie in diesem Bereich kaum Grenzen gesetzt sind. Ein Blick auf ausländische Rechtsordnungen zeigt, dass auch dort ähnliche Rechtsanwendungsprobleme de lege lata und Schwierigkeiten, eine geeignete Regulierung zu formulieren, anzutreffen sind.

Die vorstehenden Darlegungen verstehen sich als Beitrag zu der Frage, wie die Mitteilungspflichten des WpHG in der gebotenen, tunlichst aber am Wenigsten belastenden Weise ergänzt werden könnten. In Anbetracht der vielfältigen hier auftretenden Fragen kann es sich dabei nur um einen ersten Versuch handeln. Eine Umsetzung dieser oder ähnlicher Vorschläge setzt eine weitere eingehende Debatte über deren Praktikabilität und die Kosten der Belastung der Betroffenen mit einem zunehmend dichteren Regelwerk voraus. Dabei wird auch nochmals als alternative Strategie zu erwägen sein, ob auf den Ausbau der Meldepflichten ganz verzichtet und stattdessen durch die Drohung mit Sanktionen (zeitweiliger Stimmrechtsverlust) versucht werden sollte, jedenfalls Übernahmen mit Hilfe

nicht mitteilungspflichtiger Finanzinstrumente auszuschließen.<sup>112</sup> Dass die Verfasser bei ihrem Vorschlag soweit gegangen sind, ausgearbeitete Textvorschläge vorzulegen, soll nicht zum Arbeitsplatzabbau in den hierfür zuständigen Ministerien beitragen, sondern beruht auf der Einsicht, dass sich nicht nur die Schwierigkeiten einer Normsetzung in dem hier betroffenen Gebiet, sondern auch die Vor- und Nachteile rechtspolitischer Vorschläge für die Marktteilnehmer erst bei Kenntnis und in der Erörterung des (rechtstechnischen) Details ermessen lassen.

---

<sup>112</sup> Dazu oben IV. 3. sub 3.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                    Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                    Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards              The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei  
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der  
Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus  
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International  
Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums /  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate  
Governance in the United States and in Germany  
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged  
version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17  
(2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in  
Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften  
an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte  
Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial  
Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter  
und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem  
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für  
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen  
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments  
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy  
Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,  
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus  
Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the  
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single  
Financial Market  
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,  
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman  
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing  
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan  
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung  
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?  
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay  
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?  
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie  
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/  
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts  
(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/  
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von  
Hauptversammlungsbeschlüssen  
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-  
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO  
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/  
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten  
Anstellungsverhältnissen  
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidtleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525-535)
- 76 Andreas Cahn/  
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe  
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/  
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)
- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als  
Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als  
Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?

- |    |  |   |
|----|--|---|
| 82 | Günther M. Bredow/<br>Hans-Gert Vogel            | Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze  |
| 83 | Theodor Baums                                    | Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts   |
| 84 | José Engrácia Antunes                            | The Law of Corporate Groups in Portugal   |
| 85 | Maike Sauter                                     | Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)   |
| 86 | James D. Cox,<br>Randall S. Thomas,<br>Lynn Bai  | There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs :<br>An Empirical Analysis of Securities Class Action<br>Settlements                         |
| 87 | Michael Bradley,<br>James D. Cox,<br>Mitu Gulati | The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes :<br>Lessons from the Sovereign Debt Market   |
| 88 | Theodor Baums                                    | Zur monistischen Verfassung der deutschen<br>Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda   |
| 89 | Theodor Baums                                    | Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht  |
| 90 | Theodor Baums                                    | Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der<br>Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines<br>neuen Schuldverschreibungsgesetzes |
| 91 | Tim Florstedt                                    | Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen<br>Fristensystems  |
| 92 | Lado Chanturia                                   | Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS  |
| 93 | Julia Redenius-Hövermann                         | Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und<br>Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied                                       |
| 94 | Ulrich Seibert,<br>Tim Florstedt                 | Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich<br>Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf  |
| 95 | Andreas Cahn                                     | Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien-<br>und konzernrechtliche Aspekte des neuen<br>Liquiditätsschutzes                   |
| 96 | Thomas Huertas                                   | Containment and Cure: Some Perspectives on the Current<br>Crisis  |

ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT