

Inhaltsübersicht

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

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

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Schlussbetrachtung 537

Literaturverzeichnis..... 539

Sachregister 581