



Florian Brombach

Kapitalmarktrechtliche  
und aufsichtsrechtliche  
Pflichten bei der Berührung  
von Schwellenwerten



PETER LANG

# § 1 Einleitung

Das deutsche Kapitalmarktrecht unterlag in den letzten Jahren erheblichen Änderungen und Erweiterungen. Zu einem großen Teil gehen die Neuregelungen auf Vorgaben der EU zurück. Als Beispiel seien nur die Einführung des WpPG infolge der Umsetzung der Prospektrichtlinie<sup>1</sup>, die mit der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>2</sup>, der Finanzmarktrichtlinie<sup>3</sup> und der Geldwäscherichtlinie<sup>4</sup> verbundenen Neuregelungen sowie das TUG<sup>5</sup> als Umsetzung der Zweiten Transparenzrichtlinie<sup>6</sup> genannt. Andererseits sind auch Entwicklungen zu beobachten, die allein auf Entscheidungen des deutschen Gesetzgebers zurückgehen, wie z.B. die erstmalige Kodifikation eines deutschen Übernahmerechts durch das WpÜG. Die Regelungen zur kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz waren von diesen Änderungen stets in besonders hohem Maß betroffen.<sup>7</sup> Den vorläufigen Höhepunkt dieser Entwicklung stellt das im Jahr 2008 beschlossene Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)<sup>8</sup> dar, das zu zahlreichen Neuerungen im Zusammenhang mit der

- 
- 1 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 345 vom 31. Dezember 2003, S. 64-89.
  - 2 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. L 96 vom 12. April 2003, S. 16-25.
  - 3 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30. April 2004, S. 1-44.
  - 4 Richtlinie 2005/60/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2005 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, ABl. L 309 vom 25. November 2005, S. 15-36.
  - 5 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 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; BGBl. 2007 I S. 10.
  - 6 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, ABl. L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38-57.
  - 7 Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, sprechen in Anknüpfung an den auf Zöllner, AG 1994, 336 zurückgehenden Begriff einer „Aktienrechtsreform in Permanenz“ von einer „Reform der Beteiligungstransparenz in Permanenz“.
  - 8 Bundesgesetzblatt Jahrgang 2008 Teil I Nr. 36 vom 18. August 2008, S. 1666-1671.

kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz und dem Übernahmerecht führte. Während des Gesetzgebungsverfahrens und kurz nach Inkrafttreten war das Risikobegrenzungs-gesetz Gegenstand zahlreicher Darstellungen. Demgegenüber konzentriert sich die wissenschaftliche Diskussion zurzeit auf Themengebiete, die mit der Finanz- und Wirtschaftskrise in Zusammenhang stehen, und vernachlässigt größtenteils die mit dem Risikobegrenzungs-gesetz verbundenen Fragestellungen. Vor diesem Hintergrund befasst sich diese Arbeit mit verschiedenen Pflichten, die beim Erwerb von Beteiligungen entstehen. Im Mittelpunkt der Betrachtung steht die Mitteilungspflicht des Inhabers einer wesentlichen Beteiligung nach § 27a WpHG, die durch das Risikobegrenzungs-gesetz eingeführt wurde. Die Vorschrift setzt auf der Tatbestandsseite voraus, dass ein Schwellenwert von 10 % bzw. ein höherer Schwellenwert erreicht oder überschritten wird. Damit weist § 27a WpHG eine Gemeinsamkeit mit anderen Pflichten auf, die ebenfalls an die Berührung – also das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten – von Schwellenwerten anknüpfen.<sup>9</sup> Darunter fallen u.a. die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten der §§ 21 ff. WpHG, das Pflichtangebot gemäß § 35 WpÜG sowie die im KWG geregelten Anzeigepflichten (§§ 2c Abs. 1 und Abs. 3 KWG bzw. § 24 Abs. 1 Nr. 10 und Nr. 13 KWG). Zusammenfassend werden die genannten Pflichten in dieser Arbeit als kapitalmarktrechtliche und aufsichtsrechtliche Pflichten bezeichnet.

*Spindler* hat im Zusammenhang mit dem Risikobegrenzungs-gesetz die These aufgestellt, die Änderungen führten zu einem „Gestrüpp von Informations- und Meldepflichten“, die zudem von der Transparenzrichtlinie abweichen.<sup>10</sup> Derartige Einschätzungen sind weder neu noch beschränken sie sich auf das Risikobegrenzungs-gesetz. Nach *Uwe H. Schneider* bestehen Unterschiede „in den Tatbestandsvoraussetzungen, in den Schwellenwerten und den Zurechnungstatbeständen, in den zur Meldung vorgesehenen Stellen, in den Rechtsfolgen bei der Verletzung der Pflichten und vor allem bei Sinn und Zweck der Offenlegung.“<sup>11</sup> Aus diesem Grund sei eine Harmonisierung der verschiedenen Pflichten dringend geboten, um Doppelmeldungen zu vermeiden und Regelungslücken zu

---

9 Im Gegensatz dazu stehen Offenlegungspflichten begründende Vorschriften, die auf der Tatbestandsseite lediglich die Existenz einer bestimmten Beteiligung verlangen. Als Beispiel sei auf die aktienrechtlichen Offenlegungspflichten der §§ 129, 131, 328 AktG, die gesellschaftsrechtliche Regelung des § 40 GmbHG sowie die bilanzrechtlichen Vorschriften der §§ 285 Nr. 11, 313 Abs. 2 bis Abs. 4 HGB, 160 Nr. 7 und Nr. 8 AktG verwiesen. Vgl. zu den verschiedenen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten *Uwe H. Schneider* in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 60 ff.

10 *Spindler*, WM 2007, 2357, Fn. 4. Kritisch auch Brandt, BKR 2008, 441, der die erneute Änderung der kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten aus Gründen der Rechtssicherheit für bedenklich hält.

11 *Uwe H. Schneider* in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 60.

schließen.<sup>12</sup> Andere vertreten demgegenüber die Ansicht, eine umfassende Harmonisierung sei nicht zuletzt aufgrund der unterschiedlichen Zielsetzungen der Pflichten nicht möglich.<sup>13</sup>

In der Tat lässt bereits eine kurze Betrachtung des Wortlauts der genannten Normen erkennen, dass sich die kapitalmarktrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Pflichten bei der Berührung von Schwellenwerten in einigen Punkten nicht unerheblich voneinander unterscheiden. Ein systematischer Vergleich von mehreren zentralen Kriterien macht die Abweichungen, aber auch die vorhandenen Gemeinsamkeiten der einzelnen Pflichten noch deutlicher. Aus diesem Grund werden die §§ 21 ff. WpHG, 35 WpÜG sowie die §§ 2c, 24 Abs. 1 Nr. 10 und Nr. 13 KWG im Hinblick auf die Tatbestandsvoraussetzungen, die Verpflichteten und Adressaten, die Höhe der jeweiligen Schwellenwerte, den Sinn und Zweck der Vorschriften, die Zurechnungstatbestände, die Rechtsfolgen sowie die Sanktionen bei Verletzung der Pflichten untersucht und gegenübergestellt. Dieser systematische Vergleich ist nicht Selbstzweck, sondern ermöglicht die Gewinnung neuer Erkenntnisse über bestehende Zusammenhänge und stellt damit die Grundlage für die weitere Entwicklung des Rechts dar.<sup>14</sup> Falls sich im Hinblick auf ein Kriterium Unterschiede zwischen den verschiedenen Pflichten ergeben, geht diese Arbeit daher auf die Frage ein, ob diesbezüglich ein Harmonisierungsbedarf besteht. Wird dieser bejaht, werden im Anschluss Vorschläge unterbreitet, wie *de lege ferenda* eine Anpassung einzelner Vorschriften erfolgen könnte.

Die Auswahl der zu untersuchenden kapitalmarktrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Pflichten beruht auf zwei Gesichtspunkten. Zu einzelnen Pflichten, insbesondere zu § 21 WpHG und § 35 WpÜG, existiert eine Vielzahl von umfangreichen wissenschaftlichen Untersuchungen und Kommentierungen. Ebenso wurde der Harmonisierungsbedarf zwischen §§ 21 ff. WpHG und den §§ 20 ff. AktG ausgiebig diskutiert.<sup>15</sup> Andere beschäftigen sich mit den in einem bestimmten Gesetz enthaltenen Regelungen.<sup>16</sup> Demgegenüber fehlt es bisher an einer Untersuchung, die gesetzesübergreifend auf Pflichten aus verschiedenen

12 Ders. in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 60. Für eine Harmonisierung auch *Opitz* in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, Vor § 21 WpHG Rn. 12, sowie Uwe H. Schneider/Burgard, DB 1996, 1761, 1763. Siehe auch Hirschmann, Anteilseignerkontrolle im Versicherungs- und Kreditwirtschaftsrecht, S. 121, der auf die fehlende Abstimmung zwischen § 21 WpHG und den aufsichtsrechtlichen Anzeigepflichten sowie auf die bestehenden Überschneidungen hinweist.

13 Neye, ZIP 1996, 1853, 1854; Witt, AG 1998, 171. Eine Abstimmung komme nur im Hinblick auf die §§ 21 ff. WpHG und die §§ 20 ff. AktG in Frage.

14 So Coing, Grundzüge der Rechtsphilosophie, S. 295.

15 Siehe dazu Neye, ZIP 1996, 1853, 1855 ff.; Steuer/Baur, WM 1996, 1477; Witt, AG 1998, 171; ders., WM 1998, 1153, 1159 ff.

16 Vgl. Pavlova, Anlassbezogene Informationspflichten der Emittenten nach dem Wertpapierhandelsgesetz.

Regelungsbereichen eingeht, obwohl die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten im Zusammenhang mit den sich aus anderen Gesetzen ergebenden Pflichten stehen.<sup>17</sup> So wird die enge Verknüpfung der §§ 21 ff. WpHG und des § 35 WpÜG deutlich, wenn sich ein Investor nicht auf den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung beschränkt, sondern sukzessive den Aufbau eines größeren Aktienpakets oder die vollständige Übernahme anstrebt.

Gleichzeitig entspricht die gemeinsame Untersuchung der §§ 21 ff. WpHG, des § 35 WpÜG und der §§ 2c, 24 Abs. 1 Nr. 10 und Nr. 13 KWG der Herangehensweise der Praxis. Durch die Gegenüberstellung der verschiedenen Pflichten und der Orientierung an der Berührung eines Schwellenwerts als gemeinsamem Bezugspunkt wird gewährleistet, dass einzelne Pflichten nicht isoliert, sondern wie bei einer Unternehmenstransaktion in einem Gesamtzusammenhang betrachtet werden. Alle im Rahmen dieser Arbeit behandelten Pflichten können bei einem Beteiligungserwerb von besonderer Bedeutung sein. Die Einbeziehung der sich aus dem KWG ergebenden aufsichtsrechtlichen Pflichten mag auf den ersten Blick nicht zwingend sein. Die §§ 2c, 24 Abs. 1 Nr. 10 und Nr. 13 KWG spielen in der Praxis jedoch eine große Rolle, wie nicht zuletzt der Erwerb der Dresdner Bank AG durch die Commerzbank AG sowie die Übernahme der Postbank AG durch die Deutsche Bank AG zeigt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Anwendungsbereich der aufsichtsrechtlichen Anzeigepflichten nicht nur bei Übernahmen von klassischen Banken eröffnet ist, sondern beispielsweise auch bei dem Erwerb einer Beteiligung an Unternehmen der Automobilindustrie, die i.d.R. aus Gründen der Absatzfinanzierung über eigene Banken verfügen. Trotz dieser hohen praktischen Relevanz lassen sich zu diesen Anzeigepflichten kaum vertiefte Darstellungen finden, die typischerweise zudem den Kontext der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz nur selten aufgreifen.

Die aus dem Vergleich der kapitalmarktrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Pflichten gewonnenen Erkenntnisse werden genutzt, um Lösungen für offene Fragen im Zusammenhang mit § 27a WpHG zu finden, die sich in das System der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz einfügen. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf mögliche Sanktionen bei Nichterfüllung der Mitteilungspflicht.

Das Risikobegrenzungs-gesetz stellt im Wesentlichen eine Reaktion auf die Tätigkeit von Finanzinvestoren dar, die in Deutschland in den letzten Jahren zunehmend in den Blickpunkt der öffentlichen Diskussion geraten sind. Die Neu-regelungen sollen zu einem höheren Maß an Transparenz führen und diese Marktteilnehmer damit einer stärkeren Regulierung unterwerfen.<sup>18</sup> Allerdings wurde diese Zielsetzung nur teilweise erreicht. Vor diesem Hintergrund wird er-

---

17 So *Opitz* in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, Vor § 21 WpHG Rn. 11.

18 Siehe dazu S. 8 ff.

örtert, ob und ggf. welche Änderungen der Gesetzgeber im Hinblick auf § 27a WpHG vornehmen könnte, um die bestehenden Unstimmigkeiten zu beseitigen.

Spektakuläre Transaktionen von Finanzinvestoren sind im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise noch stärker zurückgegangen als klassische Unternehmensübernahmen. Im Falle einer weiteren Erholung der Konjunktur und einem erneuten Ansteigen der Aktivitäten von Finanzinvestoren gewinnt diese Thematik jedoch an praktischer Bedeutung.

Grundsätzlich werden die eben dargestellten Fragen ausschließlich unter Rückgriff auf vorhandene wirtschafts- und rechtswissenschaftliche Literatur gelöst. Eine Ausnahme stellt lediglich die Untersuchung der Tatbestandsvoraussetzungen des § 27a WpHG dar. Diesbezüglich werden die Satzungen bzw. Hauptversammlungseinladungen und -beschlüsse der zum 31. Mai 2010 im DAX, im MDAX und im SDAX enthaltenen Unternehmen genauer betrachtet.

Die abstrakte Frage, was unter Publizität und Beteiligungstransparenz zu verstehen ist und welche Bedeutung ihr für die Funktionsweise der Kapitalmärkte zukommt, wird im Rahmen dieser Arbeit nicht dargestellt. Ebenso wird nicht ausführlich diskutiert, ob die Mitteilungspflichten nach § 27a WpHG eine rechtspolitische Berechtigung haben und ob eine stärkere Regulierung von Finanzinvestoren erforderlich ist. Insbesondere soll die Prämisse des Risikobegrenzungsgesetzes, nach der die Erschwerung der Aktivitäten von Finanzinvestoren ohne gleichzeitige Verhinderung von Effizienz fördernden Finanztransaktionen möglich ist, nicht überprüft werden.

Darüber hinaus beschränkt sich die Untersuchung auf die kapitalmarktrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Pflichten. Verzichtet wird insbesondere auf eine Darstellung der aktienrechtlichen Meldepflichten (§§ 20 ff. AktG), die gemäß § 20 Abs. 8 AktG in Abgrenzung zu §§ 21 ff. WpHG grundsätzlich lediglich für nicht börsennotierte Gesellschaften gelten,<sup>19</sup> sowie der *ad-hoc*-Mitteilungspflicht gemäß § 15 WpHG, die vom Wortlaut her nicht auf eine Beteiligung abstellt, bei der aber anerkannt ist, dass die Veränderung der Anteile eine Insiderinformation i.d.S. darstellen kann.<sup>20</sup> Auch auf die durch das Risikobegrenzungsgesetz eingeführten Neuerungen, die für die oben genannten Fragen keine Rolle spielen (namentlich die des AktG und des BetrVV), wird nicht weiter eingegangen. Zudem werden die kapitalmarktrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Pflichten nicht vollständig untersucht und verglichen, sondern nur insoweit, als sie einen Bezug zu der Berührung von Schwellenwerten aufweisen und damit Bedeutung für die

19 Bayer in: MünchKomm AktG, § 20 Rn. 89 Hüffer, AktG, § 20 Rn. 20f.; Petersen in: Spindler/Stilz, AktG, Vor § 20 Rn. 13.

20 Hirte in: KölnKomm WpHG, § 21 Rn. 56, 57. Die Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG einschließlich der Pflicht des Inhabers einer wesentlichen Beteiligung nach § 27a WpHG und die Pflicht zur Abgabe einer *ad-hoc*-Mitteilung nach § 15 WpHG stehen grundsätzlich nebeneinander, vgl. Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1969; Wilsing/Goslar, DB 2007, 2467, 2470.