

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 88

Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership

Die Entkopplung des Stimmrechts
des Aktionärs einer börsennotierten Aktiengesellschaft
von der wirtschaftlichen Betroffenheit

Von

Marco Tautges



Duncker & Humblot · Berlin

MARCO TAUTGES

Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 88

Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership

Die Entkopplung des Stimmrechts
des Aktionärs einer börsennotierten Aktiengesellschaft
von der wirtschaftlichen Betroffenheit

Von

Marco Tautges



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät
der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn hat diese Arbeit
im Jahre 2014 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2015 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Konrad Tritsch GmbH, Ochsenfurt
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-14563-8 (Print)
ISBN 978-3-428-54563-6 (E-Book)
ISBN 978-3-428-84563-7 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2013/14 von der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn als Dissertation angenommen. Zwar wurde das Manuskript bereits im Oktober 2010 abgeschlossen, jedoch hat der Verfasser Literatur und Rechtsprechung bis einschließlich September 2014 berücksichtigt. Außerdem hat er die wesentlichen Rechtsänderungen bis zu eben diesem Datum in einem Annexkapitel zusammengetragen und vor diesem Hintergrund das erste Kapitel teilweise überarbeitet.

An erster Stelle gebührt mein herzlicher Dank meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Holger Fleischer, LL.M., vormalig Direktor des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Bonn, auf dessen Anregung hin ich mich mit diesem spannenden Thema befasste. Trotz seines Wechsels an das Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg zum 01. April 2009 übernahm er auch weiterhin die Betreuung des Dissertationsprojektes. Zu danken habe ich auch Herrn Prof. Dr. Jens Koch, Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Des Weiteren gebührt mein Dank den Herren Professoren Holger Fleischer, Hanno Merkt und Gerald Spindler für die Aufnahme der Arbeit in ihre Schriftenreihe. Schließlich danke ich Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Marcus Lutter für zwei inspirierende Jahre als wissenschaftliche Hilfskraft am Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht der Universität Bonn.

Ein Promotionsstipendium der FAZIT-Stiftung ermöglichte es mir, die Arbeit zielorientiert und frei von finanziellen Sorgen abzuschließen. Dafür möchte ich stellvertretend den Geschäftsführern der FAZIT-Stiftung, Herrn Karl Dietrich Seikel und Herrn Michael Spankus sowie Frau Annette Martinez herzlich danken.

Besondere Erwähnung verdienen auch meine Freunde Johanna Stenglein und Dr. Dominik Theisen, die für Diskussionen stets offen waren und den einen oder anderen wertvollen Hinweis oder Ratschlag beizusteuern vermochten. Abermals Dominik Theisen und meinem „alten Lerngruppenkollegen“ und Freund Pierre Becker habe ich für die mühe- und wertvolle Arbeit des Korrekturlesens herzlich zu danken.

Zu Dank verpflichtet bin ich auch meiner Schwester und in ganz besonderem Maße meiner Mutter, die mir während meines gesamten Studiums jegliche Art von Unterstützung hat angedeihen lassen und mir stets das Gefühl gegeben hat, auf dem richtigen Weg zu sein.

Last but not least danke ich meiner Frau Dr. Christina Müller-Tautges für ihre Liebe, Zuneigung und Unterstützung in allen Lebenslagen.

Mainz, im Februar 2015

Marco Tautges

Inhaltsübersicht

1. Kapitel

Einführung 29

- A. Kursorische Beschreibung des Untersuchungsgegenstands 29
- B. Diskussionsstand und Ziel der Untersuchung 32
- C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands 36
- D. Gang der Untersuchung 40

2. Kapitel

Genese des new vote buying 42

- A. Empty voting 42
- B. Hidden (morphable) ownership 112
- C. Zwischenfazit 137

3. Kapitel

Problemanalyse 138

- A. Empty voting 138
- B. Hidden (morphable) ownership 184

4. Kapitel

Rechtliche Bestandsaufnahme 211

- A. Einleitung 211
- B. Empty voting 213
- C. Hidden (morphable) ownership 324

*5. Kapitel***Diskussion de lege ferenda** 390

A. Hidden (morphable) ownership	390
B. Empty voting	421

*6. Kapitel***Zusammenfassung** 430

A. Allgemeines	430
B. Empty voting	430
C. Hidden (morphable) ownership	438

*7. Kapitel***Annex – jüngere Entwicklungen** 445

A. Hidden (morphable) ownership	445
B. Empty voting	476

Dokumentenverzeichnis	480
------------------------------------	-----

Literaturverzeichnis	484
-----------------------------------	-----

Stichwortverzeichnis	525
-----------------------------------	-----

Inhaltsverzeichnis

1. Kapitel

Einführung	29
A. Kursorische Beschreibung des Untersuchungsgegenstands	29
B. Diskussionsstand und Ziel der Untersuchung	32
C. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	36
I. Beschränkung auf börsennotierte Aktiengesellschaften	36
II. Beschränkung auf equity decoupling in Bezug auf das Stimmrecht	37
1. Das Rechte- und Pflichtenprogramm eines Aktionärs im Überblick	37
2. Equity decoupling vs. debt decoupling vs. hybrid decoupling	38
D. Gang der Untersuchung	40

2. Kapitel

Genese des new vote buying	42
A. Empty voting	42
I. Begriffsklärung	42
II. Funktionsweise	43
1. Einsatz von Derivaten	43
a) Erwerb von Aktien der Gesellschaft	43
b) Abgabe des wirtschaftlichen Risikos durch den Einsatz von Derivaten	45
aa) Begriffsklärung Derivat	45
(1) Legaldefinition (§ 2 Abs. 2 WpHG)	45
(2) Gemeinsame Merkmale aller Derivate	46
(a) Gegenseitiger Vertrag	46
(b) Basiswert als Grundlage	47
(c) Hinausgeschobener Erfüllungszeitpunkt	47
(d) Konträre Zukunftserwartungen der Vertragsparteien	48
bb) Systematisierung der Derivate	49
(1) Systematisierung nach Basiswerten	49
(2) Systematisierung nach der Art des Handels	49

(3) Systematisierung nach dem Risikoprofil	50
(4) Systematisierung nach Produktgenerationen	50
(5) Systematisierung nach der Art der Erfüllung	51
cc) Einsatzmöglichkeiten von Derivaten	51
(1) Risikoabsicherung (hedging)	51
(2) Ausnutzung von Preisunterschieden zwischen Kassa- und Ter- minmarkt (Arbitrage)	52
(3) Spekulation (trading)	53
dd) Risiken des Einsatzes von Derivaten	54
(1) Markt-/Preisänderungsrisiko	54
(2) Kreditrisiko	54
(3) Systemrisiko	55
(4) Rechtsrisiko	56
ee) Erscheinungsformen von Derivaten	56
(1) Festgeschäfte	56
(a) Allgemeines	56
(b) Börsliche Festgeschäfte (futures)	57
(c) Außerbörsliche Festgeschäfte (forwards)	58
(2) Optionsgeschäfte (options)	58
(a) Allgemeines	58
(b) Kaufoptionen (call options)	60
(c) Verkaufsoptionen (put options)	61
(3) Austauschverträge (swaps)	62
(a) Allgemeines	62
(b) Wertpapierbezogene swaps (equity-linked swaps)	63
(aa) Index swaps	63
(bb) Equity swaps	63
(4) Verwendung in der Praxis	66
ff) Organisation des Derivatehandels	67
(1) Außerbörsliche Derivatgeschäfte	67
(2) Terminbörsliche Derivatgeschäfte	69
(a) Allgemeines	69
(b) Abwicklung (clearing)	69
(aa) Clearing-Stelle als zentraler Vertragspartner	70
(bb) Sicherheitsleistungen (margins)	71
c) Fallstudien	72
aa) Mylan Laboratories/King Pharmaceuticals	72
bb) Axa/Mony	76
d) Zusammenfassung	78

2. Einsatz von Wertpapierdarlehen	78
a) Wertpapierleihe/-darlehen	78
aa) Allgemeines	78
(1) Begriffsklärung und Rechtsnatur	78
(2) Bedeutung	80
(3) Marktteilnehmer	80
(4) Erscheinungsformen	81
(a) Direktgeschäfte	81
(b) Geschäfte unter Einschaltung Dritter	82
(aa) Einschaltung von Kreditinstituten	82
(bb) Institutionalisierte Wertpapierdarlehenssysteme	82
(cc) Wertpapierdarlehenssysteme großer Kreditinstitute	83
bb) Vertraglicher Inhalt	84
(1) Rechtsposition des Darlehensgebers	84
(2) Rechtsposition des Darlehensnehmers	85
(a) Eigentum	85
(b) Stimmrecht	86
(aa) Streitstand	86
(bb) Stellungnahme	87
(α) Keine Ordnungswidrigkeit des Darlehensnehmers nach § 405 Abs. 3 Nr. 2 AktG durch die Stimm- rechtsausübung	87
(β) Keine Zweckwidrigkeit bzw. Rechtsmissbräuchlich- keit der Stimmabgabe durch den Darlehensnehmer ..	88
(γ) Keine vertragliche Nebenpflicht des Darlehensneh- mers zur Nichtausübung des Stimmrechts	90
(cc) Ergebnis	92
cc) Wirtschaftliche Motive für den Einsatz von Wertpapierdarlehen	92
(1) Motive des Darlehensgebers	92
(2) Motive des Darlehensnehmers	93
(a) Erfüllung von Lieferverpflichtungen des Darlehensnehmers ..	93
(b) Risikoabsicherung (hedging)	93
(c) Ausnutzung von Preisunterschieden zwischen Kassamarkt und Terminmarkt (Arbitrage)	94
(d) Spekulation, v. a. Erleichterung des short selling	94
(e) Strategischer Einsatz	95
(f) Beschaffung des Stimmrechts	96
dd) Zwischenergebnis	97

b) Insbesondere: Record date capture	97
aa) Kurzsynopse zu den aktienrechtlichen Legitimationsregeln vor und nach dem UMAG	97
(1) Namensaktien	97
(2) Inhaberaktien	98
bb) Begriff des record date	99
cc) Record date capture	102
(1) Abschluss eines Wertpapierdarlehensvertrags	102
(2) Abschluss eines Kaufvertrags	103
(3) Vorteile des Wertpapierdarlehens	103
c) Fallstudien	105
aa) Laxey Partners/British Land	105
bb) Henderson Land/Henderson Investment	105
d) Zusammenfassung	106
3. Merger arbitrage	107
a) Allgemeines	107
b) Fallstudie: Deutsche Börse/London Stock Exchange	108
c) Vergleich der merger arbitrage mit dem empty voting	110
III. Zweck	111
B. Hidden (morphable) ownership	112
I. Begriffsklärung	112
II. Zweck	113
1. Vermeidung einer Offenlegung nach §§ 21 ff. WpHG	113
2. Vermeidung der Veröffentlichung der Kontrollerlangung (§ 35 Abs. 1 WpÜG) und der Abgabe eines Pflichtangebots (§ 35 Abs. 2 WpÜG)	115
a) Kontrollerwerb	115
b) Kontrollerhalt	116
III. Funktionsweise	117
1. Einsatz von Derivaten	117
a) Optionen der Derivatvertragsgestaltung	117
b) Faktischer Zugriff des Investors auf die Aktien der Banken	119
aa) Hedging-Maßnahmen der Bank	119
bb) Wirtschaftliche Anreize der Banken zur Andienung der Aktien	121
cc) Vertragliche Absicherung	124
c) Ergebnis	125
d) Fallstudien	125
aa) Continental/Schaeffler	126
bb) Implenia/Laxey	129
cc) CSX/TCI	132
2. Einsatz von Wertpapierdarlehen	135

3. Bewertung der Alternativen aus der Sicht des Anschleichers 136

C. Zwischenfazit 137

3. Kapitel

Problemanalyse 138

A. Empty voting 138

 I. Bedeutung des Stimmrechts und seine Einordnung in die Corporate Governance-Diskussion 139

 II. Anreizverzerrungen und Interessenkonflikte 140

 1. Das Proportionalitätsprinzip 141

 a) Ökonomischer Ausgangspunkt 141

 aa) Aktionäre als residual claimants 141

 bb) Relative Homogenität der Aktionäre 143

 b) Inhalt des Proportionalitätsprinzips 144

 c) Zwischenergebnis 145

 2. Konsequenzen einer Abweichung vom Proportionalitätsprinzip durch empty voting 146

 a) Allgemeines 146

 b) Einsatz von Derivaten 148

 aa) Positives wirtschaftliches Interesse 148

 bb) Neutrales wirtschaftliches Interesse 149

 cc) Negatives wirtschaftliches Interesse 150

 c) Einsatz von Wertpapierdarlehen 151

 aa) Neutrales wirtschaftliches Interesse 151

 bb) Positives wirtschaftliches Interesse 152

 cc) Negatives wirtschaftliches Interesse 153

 d) Zwischenergebnis 154

 3. Vergleich des empty voting mit Mehrstimmrechten 155

 a) Einleitung 155

 aa) Ausnahmen vom Proportionalitätsgrundsatz 155

 bb) Fragestellung 155

 b) Schwindende Bedeutung der Abweichungen 156

 aa) Deutschland 156

 (1) Höchststimmrechte 156

 (2) Mehrstimmrechte 157

 (3) Stimmrechtslose Vorzugsaktien 158

 bb) USA 158

 cc) Europäische Union 159

dd) Zwischenergebnis	160
c) Unterschiedliche Interessenlage	160
d) Verstoß gegen die Satzungsdispositivität des Proportionalitätsprinzips	161
e) Ergebnis	162
III. Ineffizienz	163
1. Einführung	163
2. Der Wert des Stimmrechts	165
3. Implikationen der Verfolgung eigener Interessen durch den empty voter	167
a) Positives wirtschaftliches Interesse	168
b) Neutrales wirtschaftliches Interesse	168
c) Negatives wirtschaftliches Interesse	169
4. Die Studie von Brav und Mathews	170
a) Grundsätzliche Vorbehalte	170
b) Keine Übertragbarkeit auf das deutsche Recht	172
5. Ergebnis	173
IV. Weitere Gefahren des empty voting	173
1. Swing vote-Potential	173
2. Erlangung des Stimmrechts unter Wert	174
3. Securities lending-Überraschung und overvoting	175
a) Problemstellung in den USA	175
b) Begrenzte Übertragbarkeit auf das deutsche Recht	177
aa) Girosammelverwahrung als Regelfall	177
bb) Securities lending-Überraschung	177
cc) Overvoting	178
V. Ergebnis	179
VI. Selbstheilungskräfte von Aktionärsabstimmungen?	179
1. Einleitung	179
2. Das Prinzipal-Agenten-Problem	180
a) Trennung von Eigentum und Kontrolle	180
b) Kollektivhandlungsproblem	181
c) Übertragbarkeit auf deutsche Aktiengesellschaften	184
B. Hidden (morphable) ownership	184
I. Einführung	184
II. Beeinträchtigung der Informationseffizienz des Kapitalmarkts als Vorbedingung der Bedenklichkeit des Anschleichens	185
1. Einführung	185
2. Kursrelevanz der Sicherung des Zugriffs auf ein Aktienpaket	186
a) Informationen über die künftige Aktionärsstruktur	186
b) Informationen über die bevorstehende größere Kapitalbewegung	188
c) Informationen über die Höhe des free float	188

d) Zwischenergebnis	189
3. Erschwerung der Informationsbeschaffung und -verbreitung	189
4. Zwischenergebnis	191
III. Beeinträchtigung der Allokationseffizienz des Kapitalmarkts	192
IV. Ermöglichung des Missbrauchs von Insiderinformationen	192
V. Beeinträchtigung des Marktes für Unternehmenskontrolle	193
1. Interessenlage der von Unternehmensübernahmen Betroffenen	194
a) Interesse des Erwerbers an später Offenlegung	194
b) Interesse an frühzeitiger Offenlegung	195
aa) Aktionäre der Zielgesellschaft	195
bb) Management der Zielgesellschaft	196
cc) Anlegerpublikum und sonstige stakeholder	196
c) Ergebnis	197
2. Nachteilige Implikationen des Anschleichens für den Unternehmenskontrollmarkt	197
3. Vorteilhafte Implikationen des Anschleichens für den Unternehmenskontrollmarkt	198
a) Verunmöglichung von Abwehrmaßnahmen des Managements der Zielgesellschaft	198
b) Verbilligung der Übernahme	198
c) Ausschaltung konkurrierender Bieter	199
4. Ergebnis	201
VI. Beeinträchtigung des institutionellen Anlegerschutzes	202
1. Volkswirtschaftliche Bedeutung eines Anlegerschutzes durch Transparenz ..	202
2. Verlust des Paketzuschlags bzw. der Kontrollprämie	202
a) Beteiligung an der Kontrollprämie als berechtigtes Interesse der Aktionäre?	203
aa) Berechtigtes Interesse der Aktionäre	203
bb) Kein berechtigtes Interesse der Aktionäre	204
cc) Verteuerung der Übernahme durch free riding	205
b) Anerkennung durch den Gesetzgeber?	206
3. Ergebnis	207
VII. Beeinträchtigung guter Corporate Governance	208
VIII. Ergebnis	209

4. Kapitel

Rechtliche Bestandsaufnahme

A. Einleitung	211
---------------------	-----

B. Empty voting	213
I. Einführung	213
II. Rechtliche Zulässigkeit	213
1. Grundsätzliche Zulässigkeit des Abstimmens bei positivem wirtschaftlichem Interesse	213
2. Unzulässigkeit des Aufbaus einer empty voting-Position	214
a) Verstoß gegen das Abspaltungsverbot (§ 717 S. 1 BGB)	215
aa) Allgemeines	215
bb) Anwendung auf das empty voting	215
b) Verstoß gegen das Verbot des Stimmenkaufs (§ 405 Abs. 3 Nr. 7 AktG) ..	216
aa) Allgemeines	216
bb) Anwendung auf das empty voting	217
c) Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot (§§ 13, 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) ..	220
aa) Absicht zum empty voting als Insiderinformation (§ 13 Abs. 1 WpHG) ..	220
(1) Innere Tatsachen als Insiderinformation	220
(a) Absicht zum empty voting (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpHG)	220
(b) Empty voting als zukünftiger Umstand (§ 13 Abs. 1 S. 3 WpHG) ..	222
(c) Konvergenz der Ansätze	223
(2) Problem der selbst geschaffenen Information	224
(3) Ergebnis	226
bb) Verwendung der Insiderinformation (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	227
(1) Einsatz von Derivaten	227
(a) Erwerb von Aktien der zu beeinflussenden Gesellschaft	227
(aa) Umsetzung einer eigenen unternehmerischen Entscheidung?	227
(bb) Einschränkung des Tatbestands des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	228
(α) Ratio des § 14 WpHG	228
(β) Subjektive Auslegung des Begriffs der „Verwendung“ ..	229
(γ) Teleologische Reduktion des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ..	231
(b) Abgabe des wirtschaftlichen Risikos durch den Erwerb derivativer Finanzinstrumente	232
(aa) Positives wirtschaftliches Interesse	232
(bb) Neutrales oder negatives wirtschaftliches Interesse	233
(α) Keine teleologische Reduktion des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	233
(β) Teleologische Reduktion des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ..	233
(γ) Stellungnahme	233
(c) Ergebnis	234
(2) Einsatz von Wertpapierdarlehen	234

cc) Ergebnis	235
dd) Rechtsfolgen	235
ee) Caveat	236
d) Zwischenergebnis	237
3. Unzulässigkeit der Ausübung des Stimmrechts aus einer empty voting-Position	238
a) Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG)	238
aa) Allgemeines	238
bb) Anwendung auf das empty voting	239
b) Verstoß gegen § 405 Abs. 3 Nr. 1 AktG	239
aa) Allgemeines	239
bb) Anwendung auf das empty voting	240
(1) Record date capture	240
(a) Weiterübertragung/Rückübereignung nach dem Hauptversammlungstermin	240
(b) Weiterübertragung/Rückübereignung vor dem Hauptversammlungstermin	240
(aa) Streitstand	240
(bb) Stellungnahme	241
(2) Einsatz von Derivaten	242
cc) Ergebnis	243
c) Verstoß gegen § 405 Abs. 3 Nr. 2 AktG	243
aa) Allgemeines	243
bb) Anwendung auf das empty voting	244
(1) Record date capture	244
(a) Rückübereignung der Aktien nach dem Hauptversammlungstermin	244
(b) Rückübereignung der Aktien noch vor dem Hauptversammlungstermin	245
(aa) Aktien eines anderen	245
(bb) Besonderer Vorteil	246
(2) Einsatz von Derivaten	247
cc) Ergebnis	248
d) Stimmrechtsausschluss gemäß § 136 Abs. 1 AktG	248
aa) Allgemeines	248
bb) Anwendung auf das empty voting	248
(1) Unmittelbare Anwendung	248
(2) Gesamtanalogie zu anderen Stimmrechtsverboten (§ 34 BGB, § 47 Abs. 4 GmbHG, § 43 Abs. 6 GenG)	248
(3) (Einzel-)Analogie zu § 136 Abs. 1 AktG	250

e) Verbot der Verfolgung von Sondervorteilen (§ 243 Abs. 2 AktG)	251
aa) Allgemeines	251
bb) Anwendung auf das empty voting	252
(1) Stimmrechtsausübung durch einen Aktionär	252
(2) Erlangung von Sondervorteilen	252
(3) Schaden der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre	253
(4) Eignung des Beschlusses zur Erlangung von Sondervorteilen	254
(5) Vorsatz bezüglich des Sondervorteils	255
cc) Ergebnis	255
dd) Rechtsfolgen	255
(1) Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses	255
(2) Darlegungs- und Beweislast	256
(a) Allgemeines	256
(b) Vorsatzvermutung	256
f) Zwischenergebnis	257
g) Rechtsmissbrauch	257
aa) Allgemeines	257
bb) Verhältnis des Instituts des Rechtsmissbrauchs zur mitgliedschaftlichen Treuepflicht	258
cc) Anwendung auf das empty voting	260
(1) Gewährleistung der Richtigkeit der Beschlussfassung durch Vermeidung von Interessenkonflikten als Sinn der aktienrechtlichen Stimmrechtsregelungen	260
(2) Positives wirtschaftliches Interesse	262
(3) Neutrales wirtschaftliches Interesse	263
(4) Negatives wirtschaftliches Interesse	263
(5) Ergebnis	263
(6) Vereinbarkeit mit dem Lindner-Urteil des BGH?	264
dd) Rechtsfolgen	265
(1) Versagung der Wirkungen des Rechts	265
(2) Verbot der Ausübung des Stimmrechts	265
(3) Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses	266
(4) Vermutung des Stimmrechtsmissbrauchs	266
h) Verstoß gegen die mitgliedschaftliche Treuepflicht	266
aa) Allgemeines	266
(1) Funktion	266
(2) Wirkungsrichtungen	267
(3) Inhalt	268
(4) Erfordernis einer Einzelfallbetrachtung	268

bb) Anwendung auf das empty voting	271
(1) Realstruktur der Gesellschaft	271
(2) Funktion des Stimmrechts	272
(3) Anteilsbesitz	274
(4) Abwägung der kollidierenden Interessen	274
(a) Relevante Kriterien	275
(b) Einsatz von Derivaten	275
(aa) Negatives wirtschaftliches Interesse	275
(bb) Neutrales wirtschaftliches Interesse	277
(cc) Positives wirtschaftliches Interesse	277
(c) Einsatz von Wertpapierdarlehen	278
(aa) Positives wirtschaftliches Interesse	278
(bb) Neutrales wirtschaftliches Interesse	278
(cc) Negatives wirtschaftliches Interesse	279
(d) Ergebnis	279
cc) Rechtsfolgen	280
(1) Nichtigkeit treuwidrig abgegebener Stimmen	280
(2) Vermutung der Treuepflichtverletzung	280
(3) Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses	281
(4) Schadensersatzansprüche	281
i) Ergebnis	282
III. Transparenz	282
1. Einleitung	282
2. Einsatz von Wertpapierdarlehen	284
a) Beteiligungstransparenzvorschriften (§§ 21 ff. WpHG)	284
aa) Berücksichtigung der Stimmrechte gemäß § 21 Abs. 1 WpHG beim Darlehensnehmer	284
(1) Allgemeines	284
(2) Offenlegung des Stimmrechtserwerbs	284
(3) Keine Offenlegung des neutralen oder negativen wirtschaftlichen Interesses	285
bb) Offenlegungspflichten des Darlehensgebers	286
(1) Allgemeines	286
(2) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	287
(a) Stimmrechte aus Aktien, die einem Dritten gehören	287
(b) Für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten	289
(aa) Wirtschaftliche Chancen und Risiken beim Darlehensgeber	289
(α) Darlehensgeber als Träger der wirtschaftlichen Chan- cen und Risiken	289
(β) Gegenansicht	290

(γ) Stellungnahme	291
(bb) Einfluss des Darlehensgebers auf die Stimmrechtsaus- übung	292
(α) Allgemeines	292
(β) Widerlegliche Vermutung der Möglichkeit des Stimmrechtseinflusses	293
(αα) Streitstand	293
(ββ) Stellungnahme	294
(γ) Zuordnung des Stimmrechtseinflusses beim Wertpa- papierdarlehen	295
(αα) Kein Einfluss des Darlehensgebers auf die Stimmrechtsausübung	295
(ββ) Gegenansicht und Stellungnahme	296
(c) Ergebnis	298
(3) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG	299
(a) Allgemeines	299
(b) Erlangung des Eigentums an der Aktie durch Willenserklärung	299
(c) Schuldrechtlicher Anspruch auf Übereignung	299
(aa) Größtmögliche Transparenz als Auslegungsmaxime? . . .	299
(bb) Stellungnahme	300
(cc) Anwendung auf das Wertpapierdarlehen	302
(d) Ergebnis	303
(4) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 2 WpHG	303
(5) Meldepflicht gemäß § 25 Abs. 1 WpHG	304
cc) Ergebnis	305
b) Verpflichtung zur Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle (§ 35 Abs. 1 WpÜG) und zur Abgabe eines Angebots (§ 35 Abs. 2 WpÜG) . . .	306
aa) Einführung	306
bb) Gleichlauf von § 30 WpÜG und § 22 WpHG?	306
(1) Streitstand	307
(2) Stellungnahme	308
(a) Sperre einer gespaltenen Auslegung?	308
(b) Vorrang richtlinienkonformer Auslegung	308
(c) Ratio der Regelungskomplexe	309
(d) Rechtsfolgenbetrachtung	310
(e) Präventivbemerkungen	311
(3) Ergebnis	312
cc) Berücksichtigung der Aktien als eigene beim Darlehensnehmer . . .	312
(1) Allgemeines	312
(2) Angebots- und Veröffentlichungspflicht des Darlehensnehmers . .	313

(3) Keine Offenlegung des neutralen oder negativen wirtschaftlichen Interesses	315
dd) Veröffentlichungs- und Angebotspflichten des Darlehensgebers	315
(1) Allgemeines	315
(2) Zurechnung gemäß § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG	316
(a) Stimmrechte aus Aktien, die einem Dritten gehören	316
(b) Für Rechnung des Bieters gehalten	316
(aa) Wirtschaftliche Chancen und Risiken beim Darlehensgeber	316
(bb) Einfluss des Darlehensgebers auf die Stimmrechtsausübung	317
(α) Allgemeines	317
(β) Kein Einfluss des Darlehensgebers auf die Stimmrechtsausübung	317
(c) Ergebnis	317
(3) Zurechnung gemäß § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpÜG	318
(a) Erlangung des Eigentums an der Aktie durch Willenserklärung des Bieters	318
(b) Schuldrechtlicher Anspruch auf Übereignung	318
(c) Ergebnis	319
(4) Zurechnung gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG	319
ee) Ergebnis	319
c) Ergebnis	320
3. Einsatz von Derivaten	320
a) Einführung	320
b) Beteiligungstransparenzvorschriften (§§ 21 ff. WpHG)	321
aa) Offenlegungspflichten des empty voter	321
bb) Offenlegungspflichten der Gegenpartei des Derivatgeschäfts	322
(1) Offenlegungspflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG	322
(2) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	322
(3) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG	322
(4) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 2 WpHG	323
(5) Meldepflicht gemäß § 25 Abs. 1 WpHG	323
(6) Ergebnis	323
c) Verpflichtung zur Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle (§ 35 Abs. 1 WpÜG) und zur Abgabe eines Angebots (§ 35 Abs. 2 WpÜG)	323
aa) Überschreitung der Kontrollschwelle durch den empty voter	323
bb) Veröffentlichungs- und Angebotspflicht der Gegenpartei	323
d) Ergebnis	324
4. Ergebnis	324

C. Hidden (morphable) ownership	324
I. Beteiligungstransparenz (§§ 21 ff. WpHG)	325
1. Einsatz von Derivaten	325
a) Einleitung	325
aa) Zum Anschleichen nicht geeignete Derivatgeschäfte	325
(1) Derivatgeschäfte mit physical settlement	325
(2) Derivatgeschäfte mit cash settlement ohne Absicherung des Ver- tragspartners	327
bb) Beschränkung der Untersuchung auf Derivatgeschäfte mit cash settle- ment bei Absicherung des Vertragspartners	328
b) Berücksichtigung der Stimmrechte gemäß § 21 Abs. 1 WpHG beim Ver- tragspartner	328
c) Offenlegungspflichten des Investors	330
aa) Offenlegungspflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG	330
bb) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	330
(1) Stimmrechte aus Aktien, die einem Dritten gehören	330
(2) Für Rechnung des Investors gehalten	331
(a) Wirtschaftliche Chancen und Risiken beim Investor	331
(aa) Unergiebigkeit der Rahmenverträge	331
(bb) Festgeschäfte	332
(α) Dividendenchance/-risiko und Bezugsrechtechance/ - risiko	332
(β) Bestandsrisiko	332
(αα) Löschung der Gesellschaft aus dem Handelsre- gister als entscheidender Zeitpunkt für die rechtliche Möglichkeit zur Lieferung von Aktien 332	
(ββ) Auswirkungen auf die Risikoverteilung bei Festgeschäften	334
(γ) Chancen und Risiken aus Kursveränderungen	336
(δ) Ergebnis	336
(cc) Optionsgeschäfte	337
(α) Dividendenchance/-risiko und Bezugsrechtechance/- risiko	338
(β) Bestandsrisiko	338
(γ) Chancen und Risiken aus Kursveränderungen	338
(δ) Ergebnis	338
(dd) Swap-Geschäfte	339
(α) Dividendenchance/-risiko und Bezugsrechtechance/- risiko	339
(β) Bestandsrisiko	339
(γ) Chancen und Risiken aus Kursveränderungen	339

(δ) Ergebnis	340
(b) Einfluss des Investors auf die Stimmrechtsausübung durch die Banken	340
(aa) Einfluss auf die Stimmrechtsausübung durch den Vertragspartner	341
(α) Faktischer Zugriff des Investors auf Aktien	341
(β) Stimmrechtseinfluss des Investors?	343
(αα) Keine wirtschaftliche Zwangslage der Banken ..	344
(ββ) Banken keine „willfähigen Befehlsempfänger“ ..	345
(γγ) Kein Stimmrechtseinfluss durch Ausschalten von Stimmrechten	346
(δδ) Keine extensive Auslegung des § 22 WpHG ..	347
(εε) Keine Orientierung am CSX/TCI-Urteil	348
(ζζ) Vergleich mit Wertpapierdarlehen	349
(ηη) Ergebnis	349
(bb) Einfluss auf die Stimmrechtsausübung durch die Drittbanken	350
(3) Ergebnis	351
cc) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG	351
d) Zurechnung gemäß § 22 Abs. 2 WpHG	352
(1) Allgemeines	352
(2) Abschluss des Derivatgeschäfts	353
(3) Erwerb von Aktien zur Risikoabsicherung	353
(a) Abstimmung	353
(aa) Aktienerwerb des Vertragspartners	354
(bb) Aktienerwerb der Drittbanken	354
(b) Aufgrund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise	355
(c) Verhalten in Bezug auf den Emittenten	357
(d) Ergebnis	359
(4) Ausübung der Stimmrechte	359
(5) Ergebnis	359
ee) Meldepflicht gemäß § 25 Abs. 1 WpHG	359
(1) Allgemeines	359
(2) Finanzinstrument (§ 2 Abs. 2b WpHG)	360
(3) Recht zum Erwerb von mit Stimmrechten verbundenen Aktien ..	360
(4) Möglichkeit des einseitigen Aktienerwerbs	361
(5) Ergebnis	364
d) Zwischenergebnis	364
e) Gesetzesumgehung	364
aa) Tatbestand	364
bb) Rechtsfolge: analoge Anwendung der umgangenen Norm	365

cc) Ergebnis	368
2. Einsatz von Wertpapierdarlehen	368
a) Berücksichtigung der Stimmrechte gemäß § 21 Abs. 1 WpHG bei den Banken	368
b) Offenlegungspflichten des Investors (§§ 22, 25 Abs. 1 WpHG)	368
II. Verpflichtung zur Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle (§ 35 Abs. 1 WpÜG) und zur Abgabe eines Angebots (§ 35 Abs. 2 WpÜG)	369
1. Allgemeines	369
2. Einsatz von Derivaten	369
a) Überschreitung der Kontrollschwelle durch eine der Banken	369
b) Veröffentlichungs- und Angebotspflicht des Investors	369
3. Einsatz von Wertpapierdarlehen	370
a) Berücksichtigung der Aktien als eigene beim Darlehensnehmer	370
b) Veröffentlichungs- und Angebotspflichten des Darlehensgebers	370
III. Unverzügliche Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots (§ 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	370
1. Einleitung	370
2. Begriff der Entscheidung	371
a) Streitstand	371
b) Stellungnahme	372
c) Mehrstufiger Entscheidungsprozess	374
d) Nachweis des Vorliegens der Entscheidung durch Indizien	375
3. Anwendung auf das Anschleichen	376
a) Einsatz von Derivaten	376
b) Einsatz von Wertpapierdarlehen	377
IV. Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot (§§ 13, 14 WpHG)	378
1. Einsatz von Derivaten	378
a) Absicht zur Übernahme als Insiderinformation (§ 13 Abs. 1 WpHG)	378
b) Insiderhandlung	379
aa) Investor	379
(1) Erwerb von Derivaten auf Aktien der Zielgesellschaft (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	379
(a) Verwendung der Insiderinformation	380
(b) Teleologische Reduktion des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG?	381
(c) Verneinung des Tatbestands aus systematischen Erwägungen?	382
(d) Ergebnis	383
(2) Unbefugte Mitteilung oder unbefugtes Zugänglichmachen von Insiderinformationen durch den Investor (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG).	383
bb) Erwerb von Aktien unter Verwendung von Insiderinformationen durch die Banken (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	384
(1) Erwerb von Aktien durch die Drittbanken	385

(2) Erwerb von Aktien durch den Vertragspartner des Investors 385

c) Ergebnis 386

2. Einsatz von Wertpapierdarlehen 386

a) Absicht zur Übernahme als Insiderinformation (§ 13 Abs. 1 WpHG) 386

b) Insiderhandlung 387

aa) Investor 387

(1) Sukzessiver Erwerb der Aktien (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) 387

(2) Unbefugte Mitteilung oder unbefugtes Zugänglichmachen von Insiderinformationen durch den Investor (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). 387

bb) Erwerb von Aktien unter Verwendung von Insiderinformationen durch die Banken (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) 388

c) Ergebnis 388

V. Ergebnis 388

5. Kapitel

Diskussion de lege ferenda 390

A. Hidden (morphable) ownership 390

I. Regelungsbedürfnis 391

II. Rechtsvergleichender Rundblick 392

1. Schweiz 392

2. Vereinigtes Königreich 393

3. Frankreich 394

4. Hong Kong 395

III. Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts 396

1. Allgemeines 396

2. Einführung einer neuen Meldepflicht beim Halten von weiteren Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten (§ 25a WpHG-RegE) 397

a) Regelungsgehalt 397

b) Grundsätzliche Herangehensweise des Gesetzgebers 398

aa) Fallgruppengeleitete vs. prinzipiengeleitete Regulierung 398

bb) Kleine vs. große Lösung 399

c) Verhinderung eines unüberschaubaren Meldeaufkommens 400

aa) (Mögliche) Einschränkungen der und Ausnahmen von der Meldepflicht 400

(1) Möglichkeit des hedging durch Aktienerwerb 400

(2) Emittentenprivileg (§ 25a Abs. 3 WpHG-RegE) 401

(3) Aktienkorb- und indexbasierte Finanzinstrumente 402

(4) Börslich gehandelte Derivate 404

(5) De minimis-Regelung	404
bb) Eingangsmeldeschwelle	405
cc) Keine Zusammenrechnung mit anderen long-Positionen	407
dd) Berechnung des Stimmrechtsanteils	409
(1) Berechnungsansätze	409
(a) Nominalberechnung des Stimmrechtsanteils	410
(b) Delta-adjustierte Berechnung des Stimmrechtsanteils	410
(aa) Equity swaps	410
(bb) Optionen	410
(2) Haltung des Regierungsentwurfs	411
(3) Meinungsstand	412
(4) Stellungnahme	413
ee) Verordnungsermächtigung (§ 25a Abs. 4 WpHG-RegE)	414
ff) Zwischenergebnis	414
d) Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen die Meldepflichten	415
aa) Ordnungswidrigkeit	415
bb) Alternative Sanktionsmechanismen	416
(1) Erweiterung des Rechtsverlusts (§ 28 WpHG)	416
(2) Untersagung eines Übernahmeangebots durch die BaFin	418
e) Offenlegung von short-Positionen	419
3. Ausdehnung des § 25 WpHG auf „sonstige Instrumente“	419
4. Ergebnis	420
B. Empty voting	421
I. Regelungsbedürfnis	421
II. Reichweite einer Regelung zur Offenlegung von short-Positionen	422
1. Offenlegung von Brutto-short-Positionen	422
2. Offenlegung von Netto-short-Positionen (§ 30i WpHG)	423
3. Stellungnahme	424
4. Eigener Vorschlag	426
a) Akzessorietät der Offenlegung von short-Positionen zur Offenlegung von long-Positionen	426
b) Schwellenwert	427
c) Rechtssystematische Verortung	428
d) Verhältnis zu § 30i WpHG	428
5. Ergebnis	429

6. Kapitel

Zusammenfassung	430
A. Allgemeines	430
B. Empty voting	430
C. Hidden (morphable) ownership	438

7. Kapitel

Annex – jüngere Entwicklungen	445
A. Hidden (morphable) ownership	445
I. Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz	445
1. § 25 n.F. WpHG	445
a) Wertpapierdarlehen	446
b) Derivative Finanzinstrumente	446
2. § 25a n.F. WpHG	448
a) Ermöglichung des Aktienerwerbs – Reichweite der Generalklausel	448
aa) Regelbeispiele (§ 25a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 und 2 WpHG)	448
bb) Konkretisierung der Mitteilungspflichten	449
(1) Rechtsverordnung	449
(2) Auslegungshilfen der BaFin	449
cc) Zweifelsfälle	450
b) Änderungen des Gesetzestextes gegenüber dem Regierungsentwurf	451
c) Umgehungsfestigkeit des § 25a Abs. 1 WpHG	452
3. Rechtsfolgen: Ordnungswidrigkeit (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. f WpHG)	453
II. Änderungsrichtlinie 2013/50/EU zur Transparenzrichtlinie	454
1. (Partielle) Vollharmonisierung	455
a) Änderungen auf europäischer Ebene	455
b) Anpassungsbedarf auf nationaler Ebene	456
2. Mitteilungspflicht für bisher nicht meldepflichtige Finanzinstrumente	457
a) Änderungen auf europäischer Ebene	457
b) Anpassungsbedarf auf nationaler Ebene	459
3. Meldesäulen und Aggregation von Stimmrechten	461
a) Änderungen auf europäischer Ebene	461
b) Anpassungsbedarf auf nationaler Ebene	461
4. Berechnung des Stimmrechtsanteils	463
a) Berechnungsansatz	463
aa) Änderungen auf europäischer Ebene	463

bb) Anpassungsbedarf auf nationaler Ebene	464
b) Aktienkorb- und indexbasierte Finanzinstrumente	465
aa) Änderungen auf europäischer Ebene	465
bb) Anpassungsbedarf auf nationaler Ebene	466
5. Ausnahmen von der Meldepflicht	466
a) Änderungen auf europäischer Ebene	466
b) Anpassungsbedarf auf nationaler Ebene	467
6. Erweiterung der Sanktionsbefugnisse der nationalen Behörden	468
a) Änderungen auf europäischer Ebene	468
aa) Anwendungsbereich (Art. 28a)	469
bb) Öffentliche Bekanntgabe von Sanktionen (Art. 28b Abs. 1 UAbs. 1 lit. a)	469
cc) Finanzielle Sanktionen (Art. 28b Abs. 1 UAbs. 1 lit. c)	470
dd) Stimmrechtsaussetzung (Art. 28b Abs. 2)	471
b) Anpassungsbedarf auf nationaler Ebene	472
aa) Öffentliche Bekanntmachung von Maßnahmen (§ 40b Abs. 1 WpHG)	472
bb) Ordnungswidrigkeitstatbestand (§ 39 Abs. 4 WpHG)	473
cc) Rechtsverlust (§ 28 WpHG)	473
7. Zusammenfassung	475
 B. Empty voting	 476
I. Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz	476
1. Wertpapierdarlehen	476
2. Derivative Finanzinstrumente	477
II. Leerverkaufsverordnung	477
 Dokumentenverzeichnis	 480
 Literaturverzeichnis	 484
 Stichwortverzeichnis	 525

1. Kapitel

Einführung

A. Kursorische Beschreibung des Untersuchungsgegenstands

Die Mitgliedschaft lässt sich als ein Paket von Rechten und Pflichten begreifen, aus dem einzelne Komponenten nicht herausgelöst werden können.¹ Dieses sog. Abspaltungsverbot gilt als allgemeiner Grundsatz des Verbandsrechts auch im Aktienrecht und begegnet besonders häufig im Zusammenhang mit dem Stimmrecht²: Dieses kann nicht Gegenstand isolierter Übertragung sein und steht demzufolge ausnahmslos dem Aktionär, also demjenigen zu, der die wirtschaftlichen Risiken aus der Beteiligung trägt. Ohne die Übernahme des aktionärstypischen wirtschaftlichen Risikos kann es das Stimmrecht demnach nicht geben; Stimmrecht und wirtschaftliche Betroffenheit gehen Hand in Hand. Oder anders formuliert: Das Stimmrecht als die Möglichkeit der Partizipation an der Willensbildung der Gesellschaft soll dem Aktionär nur dann zustehen, wenn er wirtschaftlich die Risiken aus seiner Beteiligung trägt und somit vom Ergebnis eines Hauptversammlungsbeschlusses auch selbst betroffen wird. Ein potentieller Anleger, der vor der Frage steht, ob er einem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellt oder nicht, muss sich der Tatsache bewusst sein, dass der Erwerb einer Beteiligung ein Risikogeschäft darstellt, das schlimmstenfalls den Totalverlust der Investition nach sich ziehen kann.

Der allgemein anerkannte Grundsatz, den Trägern der wirtschaftlichen Risiken auch das Stimmrecht zuzuweisen, ist in der jüngeren Vergangenheit indes durch findige Kapitalmarktteilnehmer aufgeweicht worden, die sich dabei derivative Finanzinstrumente, Wertpapierdarlehen und Leerverkäufe zunutze machen.

Fall 1 – Empty voting unter Einsatz derivativer Finanzinstrumente: Die Gesellschaft M möchte die börsennotierte Gesellschaft K übernehmen. Der Hedgefonds P ist Aktionär der Zielgesellschaft K. Nach Ankündigung der Übernahme stockt P sein Aktienpaket auf, um im Falle des Gelingens der Übernahme an allfälligen Kurssteigerungen verdienen zu können. Er erwirbt zusätzlich ein beträchtliches Akti-

¹ Vgl. MünchKommAktG/Heider, § 8 Rn. 89; Hüffer/Koch, § 8 Rn. 26; Henssler/Strohn/Lange, § 8 AktGRn. 13; Ostler, S. 40; Spindler/Stilz/Vatter, § 8 Rn. 50; Windbichler, § 7 Rn. 9; Wilhelm, Rn. 614.

² Zu anderen, im Rahmen dieser Arbeit nicht zu vertiefenden Konstellationen siehe unten 1. Kapitel C. II. 2.

enpaket an der Bietergesellschaft M, mithilfe dessen er auf deren Hauptversammlung für die Übernahme zu stimmen beabsichtigt. In einem letzten Schritt schließt P mit einer Bank ein Derivatgeschäft über M-Aktien ab, das es ihm ermöglicht, sich des wirtschaftlichen Risikos zu entledigen, welches er als M-Aktionär normalerweise zu tragen hat. Auf der Hauptversammlung von M stimmt P für die Übernahme, ohne von der Entscheidung – einem „normalen“ Aktionär vergleichbar – wirtschaftlich betroffen zu sein und streicht die sich aus seinen K-Aktien ergebenden Kursgewinne ein.

Fall 2 – Empty voting unter Einsatz von Wertpapierdarlehen (record date capture): Die Gesellschaft M möchte die börsennotierte Gesellschaft K übernehmen. M möchte sich der Zustimmung seiner Aktionäre vergewissern und ruft aus diesem Grunde eine außerordentliche Hauptversammlung ein. Kurz vor dem für den Nachweis der Aktionärserschaft entscheidenden Stichtag (sog. record date) schließt P mit einer Bank ein Wertpapierdarlehen mit einer bestimmten Laufzeit ab, kraft dessen P gegen Entrichtung einer Gebühr Eigentümer von M-Aktien wird. Unmittelbar nach Verstreichen des record date verkauft P die darlehensweise erworbenen Aktien leer und spekuliert so auf einen fallenden Kurs der M-Aktien. Am Tage der Hauptversammlung ist P damit nicht mehr Aktionär. Kraft seiner Aktieninhaberschaft am record date steht ihm allerdings das Recht zu, auf der Hauptversammlung abzustimmen. Zur Realisierung von Gewinnen aus dem Leerverkauf der M-Aktien stimmt P für eine wertvernichtende bzw. gegen eine wertsteigernde Übernahme. Sobald sich das jeweilige Ereignis negativ im Aktienkurs niedergeschlagen hat, kauft P Aktien der M am Markt günstig zurück und erfüllt mit diesen seine Verpflichtung zur Rückgewähr von Aktien gleicher Art, Güte und Menge gegenüber dem Darlehensgeber.

Fall 3 – Hidden (morphable) ownership: Die Gesellschaft S beabsichtigt, die börsennotierte Gesellschaft C zu übernehmen. Um die Chancen eines Übernahmenerfolgs zu erhöhen, möchte S das Vorhaben allerdings möglichst lange geheim halten. Der direkte Erwerb von Aktien der C und der damit einhergehenden Stimmrechte kommt nicht in Betracht, da dieser eine Meldepflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG zur Folge hätte. Durch den Abschluss mehrerer Derivatgeschäfte auf C-Aktien mit Banken erlangt S jedoch eine Position, die der eines Aktionärs ähnlich ist, insbesondere liegen sämtliche wirtschaftlichen Chancen und Risiken bei ihr. Stimmrechte erhält S zunächst nicht, da der Erwerb stimmrechtsvermittelnder Aktien gerade nicht Gegenstand der Geschäfte ist. Somit unterliegt S trotz gegebener wirtschaftlicher Betroffenheit nicht den für Aktionäre geltenden Offenlegungspflichten. Allerdings sichert sich S durch geschickte Gestaltung des Derivatvertrags die faktische Möglichkeit des jederzeitigen Zugriffs auf die C-Aktien, welche die Banken zum Zwecke der Absicherung des Risikos aus den Derivatgeschäften halten. Nach Auflösung sämtlicher Derivatgeschäfte und dem Erwerb der von den Banken gehaltenen Aktien veröffentlicht S eine einmalige Mitteilung nach § 21 Abs. 1 WpHG über die Innehabung eines gewaltigen Stimmrechtspakets und überrascht so die Zielgesellschaft C, deren Aktionäre und den Kapitalmarkt gleichermaßen.

Mit Fallkonstellationen dieser Art befasst sich die vorliegende Untersuchung. Die Fallbeispiele 1 und 2 beschreiben – vereinfacht – die Vorgehensweise beim sog. *empty voting*, also dem Abstimmen ohne korrespondierendes wirtschaftliches Risiko. Dass ein derartiges Verhalten eines einzelnen Aktionärs geeignet ist, Konflikte mit den Interessen anderer Aktionäre heraufzubeschwören, lassen die Fallbeispiele bereits erahnen. Die in Fallbeispiel 3 geschilderte Konstellation ist in der deutschen Literatur unter dem Schlagwort des „Anschleichens“ an börsennotierte Gesellschaften behandelt worden; international gebräuchlich ist der Terminus der *hidden (morphable) ownership*³. Er beschreibt gewissermaßen den Konterpart zum *empty voting*⁴, da der „Anschleicher“ zwar ein wirtschaftliches Risiko trägt, jedoch kein damit korrespondierendes Stimmrecht innehat. Dies vorausgeschickt wird auch deutlich, worin trotz der Unterschiede in der rechtlichen Bewertung dieser Phänomene das entscheidende verbindende Element liegt, welches ihre gemeinsame Behandlung im Rahmen dieser Arbeit rechtfertigt: in der *Entkopplung des Stimmrechts des Aktionärs einer börsennotierten Aktiengesellschaft von der wirtschaftlichen Betroffenheit*; oder mit anderen Worten: im *Auseinanderfallen von Stimmrechtsmacht und Übernahme wirtschaftlicher Risiken*.⁵ Daneben bestehen Gemeinsamkeiten in der Art und Weise des Vorgehens: Empty voter und Anschleicher sind gleichermaßen bestrebt, ihr Handeln so lange wie möglich geheim zu halten, um aus dem Mangel an Transparenz persönliche Vorteile ziehen zu können. Zur Erreichung dieses Ziels machen sie sich die moderne Finanzalchimie in Form von Derivaten, Wertpapierdarlehen und Leerverkäufen zunutze.

Beide Strategien werden unter dem Begriff des *new vote buying* zusammengefasst.⁶ Die Einordnung des *empty voting* als neue Form des Stimmenkaufs leuchtet unmittelbar ein, ist doch der isolierte Erwerb des Stimmrechts letztlich das Ziel des

³ Die Begriffe des Anschleichens und der *hidden (morphable) ownership* sind allerdings nicht deckungsgleich, siehe unten 2. Kapitel B. II. 2. b).

⁴ *Ford/Liao*, 33 *Seattle U. L. Rev.* 889, 901 (2010) bezeichnen das Phänomen der *hidden (morphable) ownership* als „mirror image arrangement“ zum *empty voting*; siehe auch *Barry/Hatfield/Kominers*, 99 *Va. L. Rev.* 1103, 1107, 1115 (2013); *Clottens*, ECFR 9 (2012) 446, 453; *Heuser*, *Der Konzern* 2012, 308, 310; *Merkner/Sustmann*, *NZG* 2010, 1170: „Während in den Fällen des Anschleichens transparent gemacht werden soll, dass der Meldepflichtige ein wirtschaftliches Interesse an Aktien der börsennotierten Gesellschaft hat, auch wenn diese rechtlich jemand anderem zuzuordnen sind (*hidden ownership*), verhält es sich in den Konstellationen des *Empty Voting* spiegelbildlich. Hier wird ein (zusätzliches) Transparenzbedürfnis auf der Seite des Aktieneigentümers gesehen, wenn und soweit er das ökonomische Risiko aus diesen Aktien zum Zeitpunkt der Stimmrechtsausübung nicht (oder nur teilweise) trägt.“; *Mittermeier*, S. 13 unter der Überschrift „Das Komplementärproblem – *hidden ownership*“.

⁵ So auch *Ringe*, 36 *Seattle U. L. Rev.* 1027, 1030 (2013), der von „negative decoupling“ einerseits und „positive decoupling“ andererseits spricht.

⁶ Vgl. *Hu/Black*, 79 *S. Cal. L. Rev.* 811 (2006) unter der Überschrift „The New Vote Buying: *Empty Voting* and *Hidden (Morphable) Ownership*“.