



UNIVERSITÄT  
LEIPZIG

# KAPITALMARKTTRANSPARENZ BEIM STAKEBUILDING

SYMPOSIUM ÖFFENTLICHE UNTERNEHMENSÜBERNAHMEN

MUNICH CENTER FOR CAPITAL MARKETS LAW, 22.4.2021

Dörte Poelzig  
Universität Leipzig

## Der Einstieg von Geely bei Daimler: Rückkehr des "Anschleichens"?

Heimlicher Aufbau von Aktienpaketen auch künftig nicht der Regelfall

12.01.2019

[Richard Mayer-L](#)

## Anschleichen zum Schnäppchenpreis

06.12.2018

Mit einer Buße von 2,4 Mill. Euro kommt Morgan Stanley als Beraterin des chinesischen Geschäftsmannes Li Shufu bei dessen Einstieg in Daimler günstig ...

GEELY-EINSTIEG BEI DAIMLER

# Warum darf sich ein Investor „anschleichen“?

AKTUALISIERT AM 28.02.2018 - 12:21

## Schaeffler schreckt Dax-Vorstände auf

Die Conti-Transaktion hat die Manager vieler Konzerne alarmiert. Sie fürchten, dass sich Investoren unbemerkt anschleichen könnten. Nun verlangen sie mehr Transparenz bei Übernahmen - und prangern in einem Brief an Finanzminister Peer Steinbrück Lücken im Gesetz an.

GEELY UND DAIMLER

## Raffinierter Geely-Einstieg bei Daimler ruft die Bundesregierung auf den Plan

Der Bund erwägt nach dem Daimler-Einstieg des Chefs des chinesischen Autobauers Geely schärfere Meldepflichten – doch der Spielraum ist begrenzt.

## GLIEDERUNG

- A. Funktionen der Beteiligungstransparenz
- B. Mitteilungen beim Halten von Instrumenten ( § 38 WpHG)
- C. Investorenmitteilungen ( § 43 WpHG)
- D. Ergebnis

## GLIEDERUNG

- A. Funktionen der Beteiligungstransparenz**
- B. Mitteilungen beim Halten von Instrumenten ( § 38 WpHG)
- C. Investorenmitteilungen ( § 43 WpHG)
- D. Ergebnis

## A. FUNKTIONEN DER BETEILIGUNGSTRANSparenZ

Transparenzrichtlinie 2013/50/EU

ErwGr 9: Verhinderung  
des „heimlichen Erwerbs  
von Aktienbeständen von  
Unternehmen“

Markteffizienz und  
Anlegerschutz

Corporate  
Governance

Informationsbedürfnis  
des Kapitalmarktes

Markt für  
Unternehmenskontrolle

## GLIEDERUNG

- A. Funktionen der Beteiligungstransparenz
- B. Mitteilungen beim Halten von Instrumenten ( § 38 WpHG)**
- C. Investorenmitteilungen ( § 43 WpHG)
- D. Ergebnis

## B. MITTEILUNGEN BEIM HALTEN VON INSTRUMENTEN ( § 38 WPHG)

- Mitteilungspflicht bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten von Schwellen ab fünf Prozent beim Halten von Instrumenten, die
  - dem Inhaber ein unbedingtes Recht auf Erwerb oder ein entsprechendes Ermessen einräumen ( § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) oder
  - eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben ( § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)
- Geely: Meldepflicht des Vorerwerbs durch Banken nach einseitiger Erklärung des Investors?
  - Nein, denn einseitige Erklärungen sind keine Instrumente (Art. 13 Abs. 1b lit. g) Transparenzrichtlinie 2013: „Kontrakte oder Vereinbarungen“)
- Reformbedarf?

## B. MITTEILUNGEN BEIM HALTEN VON INSTRUMENTEN ( § 38 WPHG)

- Reformbedarf?
  - Ausgangspunkt: grds. Vollharmonisierung durch die Transparenzrichtlinie 2013/50/EU
    - Daher: keine Ausweitung des sachlichen Anwendungsbereichs des § 38 WpHG durch den deutschen Gesetzgeber möglich
    - Aber: Spielraum bei Meldeschwellen
      - Anpassung der Mindestmeldeschwelle in § 38 WpHG an § 33 WpHG (3 Prozent)
      - keine allgemeine Absenkung der Mindestmeldeschwelle unter 3 Prozent

## GLIEDERUNG

- A. Funktionen der Beteiligungstransparenz
- B. Mitteilungen beim Halten von Instrumenten ( § 38 WpHG)
- C. Investorenmitteilungen ( § 43 WpHG)**
- D. Ergebnis

## C. INVESTORENMITTEILUNG ( § 43 WPHG)

- Pflicht der Meldepflichtigen iSd. § § 33, 34 WpHG bei Erreichen oder Überschreiten der 10-Prozent-Schwelle zur Mitteilung der:
  - mit dem Erwerb verfolgten Ziele und
  - Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel
  - gegenüber dem Emittenten innerhalb von 20 Handelstagen

## C. INVESTORENMITTEILUNG ( § 43 WPHG)

- Reformbedarf?
  - Ausgangspunkt: Transparenzrichtlinie 2013/50/EU erlaubt strengere Regeln „*hinsichtlich des Inhalts [...] der Mitteilungen*“ (siehe ErwGr 12)
  - Vorschläge:
    - Konkretisierung des Inhalts der Mitteilung
    - Berücksichtigung von Instrumenten gem. § 38 WpHG
    - Absenkung der Mindestmeldeschwelle iHv. bisher 10 Prozent
    - Verkürzung der Mitteilungsfrist von bisher 20 Handelstagen
    - Mitteilung gegenüber der BaFin anstelle des Emittenten
    - Streichung der Opt-out-Möglichkeit ( § 43 Abs. 3 WpHG)
    - Schärfung der Sanktionen

## C. INVESTORENMITTEILUNG ( § 43 WPHG)

- Reformbedarf?
  - Ausgangspunkt: Transparenzrichtlinie 2013/50/EU erlaubt strengere Regeln „*hinsichtlich des Inhalts [...] der Mitteilungen*“ (siehe ErwGr 12)
  - Vorschläge:
    - Konkretisierung des Inhalts der Mitteilung
    - Berücksichtigung von Instrumenten gem. § 38 WpHG
    - Absenkung der Mindestmeldeschwelle iHv. bisher 10 Prozent
    - Verkürzung der Mitteilungsfrist von bisher 20 Handelstagen
    - Mitteilung gegenüber der BaFin anstelle des Emittenten
    - Streichung der Opt-out-Möglichkeit ( § 43 Abs. 3 WpHG)
    - Schärfung der Sanktionen

## C. INVESTORENMITTEILUNG ( § 43 WPHG)

- Reformbedarf?
  - **Konkretisierung des Inhalts der Mitteilung**
    - Bsp.: bisher nur Angaben des Meldepflichtigen notwendig „ob er [...] *weitere Stimmrechte durch Erwerb oder auf sonstige Weise erlangen will*“ ( § 43 Abs. 1 S. 3 Nr. 2 WpHG), nicht aber: Angaben zur Kontrollabsicht
    - Sec. 13(d) Securities Exchange Act 1934; Art. L. 233-7 VII Code de Commerce

## C. INVESTORENMITTEILUNG ( § 43 WPHG)

- Reformbedarf?
  - **Berücksichtigung von Instrumenten gem. § 38 WpHG**
    - vom Wortlaut sind nur Meldepflichtige iSd. § § 33 f. WpHG erfasst
    - daher: Ausweitung auf Inhaber von Instrumenten iSd. § 38 WpHG

## C. INVESTORENMITTEILUNG ( § 43 WPHG)

- Reformbedarf?
  - **Absenkung der Mindestmeldeschwelle iHv. bisher 10 Prozent**
    - keine Absenkung (z.B. auf 5 Prozent wie gem. Sec. 13(d) Securities Exchange Act 1934)
    - so auch Art. L. 233-7 VII Code de Commerce

## C. INVESTORENMITTEILUNG ( § 43 WPHG)

- Reformbedarf?
  - **Schärfung der Sanktionen**
    - nur Pflicht des Emittenten zur Veröffentlichung des Verstoßes des Meldepflichtigen ( § 43 Abs. 2 S. 1 Hs. 1 WpHG: Naming and Shaming)
    - im Übrigen keine Bußgelder ( § 120 WpHG); kein Rechtsverlust ( § 44 WpHG) und keine zivilrechtliche Haftung
    - Daher: Ausweitung der Bußgeldregeln gem. § 120 WpHG

## GLIEDERUNG

- A. Funktionen der Beteiligungstransparenz
- B. Mitteilungen beim Halten von Instrumenten ( § 38 WpHG)
- C. Investorenmitteilungen ( § 43 WpHG)
- D. Ergebnis**

## D. ERGEBNIS



Der Einstieg von Geely beim Autohersteller Daimler führt zu neuen Debatten über Investitionen aus dem Ausland. Es wird nicht der letzte Fall des „Anschleichens“ sein – denn eine Beteiligung ist rechtlich nur schwer zu verhindern.

1. Die Beteiligungstransparenz soll im Interesse von Markteffizienz und Anlegerschutz den Kapitalmarkt möglichst frühzeitig über den Beteiligungsaufbau informieren, ohne dabei jedoch den Markt der Unternehmenskontrolle zu weit einzuschränken.
2. Damit die Investorentransparenz gem. § 43 WpHG als ein effektives Instrument zur Aufdeckung des Stakebuilding wirken kann, bestehen vielfältiger Reformbedarf und -möglichkeiten.
3. Ordnungs- und außenpolitische Interessen liegen hingegen außerhalb des kapitalmarktrechtlichen Radius.



UNIVERSITÄT  
LEIPZIG

**VIELEN DANK FÜR IHRE AUFMERKSAMKEIT!**