

An den  
Finanzausschuss des Deutschen Bundestags  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

per E-Mail: [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

München, 3. September 2015

**Stellungnahme im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des  
Deutschen Bundestags am 7. September 2015 zum  
Gesetzesentwurf der Bundesregierung "Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung  
der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie", BT-Drucks. 18/5010 und zum  
Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD  
zum Delisting vom 31. August 2015**

**I. Vorbemerkung**

Die weitere Vereinheitlichung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz (§§ 21 ff. WpHG) in der EU ist zu begrüßen. Der Abbau von Regelungsdifferenzen zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten trägt dazu bei, grenzüberschreitende Transaktionen zu vereinfachen und damit den europäischen Kapitalmarkt zu stärken. Da die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie bei den Meldetatbeständen in weiten Teilen den Grundsatz der Vollharmonisierung einführt, setzt der Regierungsentwurf die Vorgaben der Richtlinie insoweit ohne Abweichungen um.

Einzelne Bestimmungen des Regierungsentwurfs sind allerdings erläuterungs- bzw. korrekturbedürftig. Dabei zeigt sich ein Grundproblem der Umsetzung von vollharmonisierenden Richtlinien: Der Gesetzgeber übernimmt den Richtlinientext nahezu wörtlich, auch wenn der Anwendungsbereich der Bestimmung unklar ist. Zudem ist das Gesamtbild stärker in den Blick zu nehmen. Die §§ 21 ff. WpHG sind seit ihrer

Einführung durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz im Jahr 1994 immer weiter ausgebaut worden und inzwischen eine komplexe und sehr technische Materie. Das Regelungsziel, Transparenz über Beteiligungsverhältnisse an börsennotierten Unternehmen zu schaffen und ein Anschleichen zu verhindern, ist unbestritten. Die Auslegung und Anwendung insbesondere der Zurechnungstatbestände (§ 22 WpHG) und der Meldepflichten für Finanzinstrumente und sonstige Instrumente (§§ 25, 25a WpHG) sind jedoch zum Teil mit erheblichen Rechtsunsicherheiten behaftet. Nach dem Regierungsentwurf sollen nun die Sanktionen bei Meldeverstößen, über die Vorgaben der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie hinausgehend, erheblich verschärft werden. Die Verbindung von unbestimmten und weit gefassten Meldetatbeständen mit äußerst scharfen Sanktionen wirft die Frage der Verhältnismäßigkeit auf.

Vor diesem Hintergrund greift diese Stellungnahme einzelne Punkte des Regierungsentwurfs auf, die aus Sicht des Unterzeichners überdacht werden sollten. Dies betrifft insbesondere:

- (1) § 21 Abs. 1b WpHG-RegE sollte gestrichen werden. Die bisher geltende dingliche Anknüpfung der kapitalmarktrechtlichen Meldetatbestände sollte beibehalten werden (dazu nachfolgend Abschnitt II.1).
- (2) Beim zivilrechtlichen Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG-RegE sind Einschränkungen geboten, um unerwünschte Rückwirkungen für börsennotierte Unternehmen zu vermeiden (dazu nachfolgend Abschnitt II.5).
- (3) Die umsatzabhängige Bußgeldbemessung in § 39 Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 und Abs. 5 WpHG-RegE sollte entfallen (dazu nachfolgend Abschnitt II.7).

Die im Änderungsantrag vom 31. August 2015 vorgeschlagene Neuregelung des Delisting durch eine kapitalmarktrechtliche Lösung im Rahmen von § 39 BörsG ist im Ausgangspunkt nachvollziehbar. Zu prüfen ist allerdings, ob das Verfahren vereinfacht werden kann. Ferner sind technische Konkretisierungen und ergänzende Ausnahmetatbestände zu erwägen (dazu nachfolgend Abschnitt III.).

## II. Anmerkungen zu einzelnen Bestimmungen des Regierungsentwurfs

### 1. § 21 Abs. 1b WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 8 c)) – dingliche Anknüpfung der Meldetatbestände vorzugswürdig

§ 21 Abs. 1b WpHG-RegE sollte gestrichen werden. Der Systemwechsel von der bisherigen dinglichen Anknüpfung der kapitalmarktrechtlichen Meldetatbestände hin zu einer schuldrechtlichen Anknüpfung ist vor dem Hintergrund des Trennungs- und Abstraktionsprinzip des deutschen Zivilrechts problematisch.

Im Rahmen der kapitalmarktrechtlichen (§§ 21 ff. WpHG) und der aktienrechtlichen (§§ 20 f. AktG) Beteiligungstransparenz wird derzeit im Grundsatz auf die dingliche Rechtslage und nicht auf den Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts abgestellt. Ein Aktionär, der eine meldepflichtige Zahl von Stimmrechten an einer börsennotierten Aktiengesellschaft hält, muss diese Beteiligung also erst dann gemäß § 21 Abs. 1 WpHG melden, wenn er Eigentum an den Aktien erwirbt. Das ist in der Regel der Zeitpunkt, in dem die Aktien in das Depot des Erwerbers eingebucht werden. Der Abschluss schuldrechtlicher Geschäfte im Hinblick auf börsennotierte Aktien kann allerdings nach §§ 25, 25a WpHG meldepflichtig sein.

Hintergrund ist das Trennungs- und Abstraktionsprinzip des deutschen Zivilrechts: Stimmrechtsmacht und damit Einfluss über eine Aktiengesellschaft kann ein Aktionär erst in dem Moment ausüben, in dem er Eigentümer der Aktien geworden ist. Der Abschluss des schuldrechtlichen Kaufvertrags über börsennotierte Aktien führt nach deutschem Zivilrecht nicht zum Übergang des Eigentums, sondern begründet lediglich einen Anspruch auf Übereignung der Aktien. Erst nachdem dieser Anspruch erfüllt worden ist, die Aktien also an den Erwerber übereignet worden sind, kann dieser die Stimmrechte (und sonstigen Rechte wie z.B. Dividendenbezug, Teilnahme an und Rede in der Hauptversammlung) ausüben. Da die Stimmrechtsmacht nach deutschem Zivilrecht also an das zivilrechtliche Eigentum an den Aktien anknüpft, knüpfen die §§ 21 ff. WpHG an die dingliche Rechtslage an.

Nach § 21 Abs. 1b WpHG-RegE soll künftig das schuldrechtliche Geschäft für die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten maßgeblich sein. Ziel ist offenbar, die Rechtslage in Deutschland an die Rechtslage in anderen Mitgliedstaaten anzugleichen (vgl. Begr. RefE v. 06.02.2015, S. 46 im Vergleich zu Begr. RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 45). Daneben nennt der Regierungsentwurf verschiedene, teils technische Argumente: (i) Die Abgrenzung zwischen § 21 WpHG und § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE soll erleichtert werden. (ii) Der Zeitpunkt, in dem die Meldepflicht ein-

setzt, soll vorverlagert werden, um den Kapitalmarkt früher über einen anstehenden Eigentümerwechsel zu informieren und den Zeitraum für einen möglichen Insiderhandel zu verkürzen. (iii) Aus Sicht des Veräußerers sollen Unklarheiten im Hinblick auf den Zeitpunkt der Einbuchung der Aktien beim Erwerber, also den dinglichen Übergang, vermieden werden.

Diese Erwägungen klingen auf den ersten Blick nachvollziehbar. Bei Licht betrachtet ist die generelle Abkehr vom Trennungs- und Abstraktionsprinzip für die Zwecke der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz jedoch europarechtlich nicht geboten und führt zu erheblichen Komplikationen im Vergleich zum geltenden Recht, die sich durch eine Beibehaltung der dinglichen Anknüpfung leicht vermeiden lassen:

- (1) Zunächst ist festzuhalten, dass die Einführung einer generellen schuldrechtlichen Anknüpfung durch die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie nicht geboten ist. Die Richtlinie macht insoweit keine Vorgaben. Art. 9 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG spricht lediglich von "Erwerb oder Veräußerung von Aktien". Da die meisten Mitgliedstaaten kein Trennungs- und Abstraktionsprinzip kennen, also nicht zwischen schuldrechtlichem und dinglichem Geschäft unterscheiden bzw. der dingliche Anteilsübergang und damit der Übergang der Stimmrechte und der sonstigen Rechte aus den Aktien gleichzeitig mit Wirksamwerden des schuldrechtlichen Grundgeschäfts eintritt, dürfte sich der europäische Gesetzgeber mit der offenen Formulierung "Erwerb oder Veräußerung von Aktien" gerade nicht festgelegt haben. Auch aus der Fristenregelung des Art. 12 Abs. 2 lit. a) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG folgt nichts anderes, weil offenbleibt, ob sich die Wirksamkeit des "Erwerbs" oder der "Veräußerung" auf das schuldrechtliche oder dingliche Geschäft bezieht. In Mitgliedstaaten, die das Trennungs- und Abstraktionsprinzip nicht kennen, erscheint es selbstverständlich, dass die kapitalmarktrechtlichen Meldetatbestände an das schuldrechtliche Geschäft anknüpfen. Als Vorbild für die deutsche Rechtsordnung, in der das Trennungs- und Abstraktionsprinzip gilt, ist die Meldelage in diesen Rechtsordnungen jedoch nicht geeignet.
- (2) Entgegen der Argumentation in der Regierungsbegründung wird die Anwendung der §§ 21 ff. WpHG durch § 21 Abs. 1b WpHG-RegE weder bei Geschäften, die über die Börse abgewickelt werden, noch bei außerbörslichen Geschäften vereinfacht.

Beispiel: Ein Käufer erwirbt 5 % der Aktien an einer börsennotierten AG über die Börse. Der dingliche Vollzug erfolgt zwei Tage nach Geschäftsabschluss (t+2).

Wenn der Käufer bereits bei Abschluss des Kaufvertrags das Überschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE melden muss, stellt sich die Frage, ob der Verkäufer auch bereits bei Abschluss des Kaufvertrags meldepflichtig ist, obgleich er noch Eigentümer der Aktien ist (so wohl RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 44). Wenn dem so ist, würden Käufer und Verkäufer Meldungen nach § 21 Abs. 1 WpHG abgeben, die der materiellen Rechtslage, also dem Eigentum an den Aktien und der daraus folgenden Stimmrechtsmacht, widersprechen. Der Markt würde während des Abwicklungszeitraums also falsch informiert.

Wenn der Verkäufer hingegen erst mit Ausbuchung der Aktien aus seinem Depot, also mit Verlust des Eigentums, das Unterschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE melden müsste, würde dem Markt suggeriert, dass Käufer und Verkäufer jeweils über 5% der Stimmrechte verfügen, obgleich die Stimmrechte aus diesen Aktien entweder nur vom Käufer oder nur vom Verkäufer ausgeübt werden können. Der Markt würde bei dieser Auslegung von § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE also ebenfalls in die Irre geführt.

Weitere Schwierigkeiten entstehen, wenn der Vollzug des Kaufvertrags scheitert. Der Käufer hätte nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE bereits bei Abschluss des Kaufvertrags das Überschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle gemeldet, obgleich er die Aktien noch nicht dinglich erworben hat. Je nachdem, wie man § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE für den Verkäufer auslegt, hätte dieser möglicherweise ebenfalls bereits das Unterschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle gemeldet. Nun müssten Käufer und gegebenenfalls auch Verkäufer eine Korrekturmeldung veröffentlichen, weil es doch nicht zum Vollzug gekommen ist.

Die dargestellten Auslegungsprobleme und die Notwendigkeit von Korrekturmeldungen lassen sich vermeiden, indem man auf die dingliche Rechtslage abstellt.

- (3) Auch die Abgrenzung zwischen § 21 WpHG und § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE wird durch § 21 Abs. 1b WpHG-RegE nicht erleichtert, sondern bei außerbörslichen Geschäften – die in der Praxis eine große Rolle spielen – sogar erschwert.

§ 21 Abs. 1b WpHG-RegE scheint in erster Linie Geschäfte, die über die Börse abgewickelt werden, im Blick zu haben. Nach der bisherigen Praxis der BaFin ist bei Erfüllung eines Kaufvertrags innerhalb von drei Handelstagen nach Geschäftsabschluss eine Mitteilung nach § 25 Abs. 1 WpHG entbehrlich und stattdessen nur eine Mitteilung nach § 21 Abs. 1 WpHG bei Vollzug erforderlich (Emittentenleitfaden

2013, S. 135). In methodischer Hinsicht nimmt die BaFin in diesen Fällen eine einschränkende Auslegung von § 25 Abs. 1 WpHG vor. Diese einschränkende Auslegung wäre nach § 21 Abs. 1b WpHG-RegE entbehrlich, weil bereits nach dem Gesetzeswortlaut das schuldrechtliche Geschäft nach § 21 Abs. 1 WpHG zu melden wäre. Die Beseitigung dieses Auslegungsproblems, das in der Praxis keine größeren Schwierigkeiten bereitet, wird jedoch um einen hohen Preis erkaufte: Bei außerbörslichen Geschäften und insbesondere bei Streckengeschäften ist die Abgrenzung von § 21 WpHG und § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE unklar.

Beispiel: Ein Käufer erwirbt außerhalb der Börse ein Aktienpaket von 15 % von einem Großaktionär. Im Kaufvertrag wird vereinbart, dass der Vollzug erst einige Wochen nach Abschluss des Kaufvertrags erfolgt (nachdem z.B. bestimmte Bedingungen erfüllt sind).

Nach geltendem Recht wäre der Abschluss des Kaufvertrags nach § 25 Abs. 1 WpHG zu melden, bei Vollzug wäre eine Meldung nach § 21 Abs. 1 WpHG erforderlich. Dies gilt für Käufer und Verkäufer gleichermaßen. Abgrenzungsschwierigkeiten bestehen insoweit nicht.

Welche Meldungen künftig von Käufer und Verkäufer abzugeben sind, ist offen. Der Abschluss des Kaufvertrags wäre nicht nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE meldepflichtig, weil der Kaufvertrag nicht unbedingt und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllen ist. Dafür dürfte der Abschluss des Kaufvertrags nach § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. a) WpHG-RegE zu melden sein.

Fraglich ist aber, welche Meldungen anschließend bei Vollzug erforderlich sind. § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE greift dem Wortlaut nach nicht ein, weil die Aktien dem Käufer bei Erwerb des Eigentums nicht "gehören". Gehört wird in § 21 Abs. 1b WpHG-RegE als "Bestehen eines auf die Übertragung von Aktien gerichteten unbedingten und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllenden Anspruchs" definiert, was bei einer Abwicklung spätestens am zweiten Geschäftstag nach Geschäftsabschluss (t+2) gegeben sei (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 44). Dem Wortlaut nach "gehören" die Aktien dem Käufer im Sinne von § 21 Abs. 1b WpHG-RegE also zwei Tage vor dem dinglichen Vollzug: In diesem Moment besteht ein "auf die Übertragung von Aktien gerichteter unbedingter und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllender Anspruch". Sollen Käufer und Verkäufer also zwei Tage vor dem dinglichen Vollzug nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE den Eigentumswechsel im Hinblick auf die 15% melden? Oder muss man § 21 Abs. 1 WpHG bei Streckengeschäften dahinge-

hend auslegen, dass die Vollzugsmeldung erst bei dinglichem Vollzug erfolgt? Inhaltlich überzeugend wäre letzteres Ergebnis. Aus dem Gesetz ergibt sich diese Lösung allerdings nicht ohne weiteres. Insofern wäre eine Erläuterung in der Gesetzesbegründung wünschenswert, wenn § 21 Abs. 1b WpHG-RegE beibehalten werden sollte. In diesem Fall sollte in der Begründung das Verhältnis von § 21 Abs. 1 zu Abs. 1b WpHG dahingehend präzisiert und klargestellt werden, dass mit Abs. 1b lediglich eine Sonderregel für Geschäfte, die innerhalb von t+2 abgewickelt werden, geschaffen wird, die dingliche Anknüpfung in Abs. 1 in allen anderen Fällen jedoch unverändert beibehalten bleibt. Damit wäre dann allerdings auch die generelle Abkehr von der dinglichen Anknüpfung vom Tisch.

- (4) Schließlich wären die Rechtsunsicherheiten, die durch einen Systemwechsel zu einer schuldrechtlichen Anknüpfung ausgelöst würden, auch vor dem Hintergrund der erheblichen Verschärfung der Sanktionen problematisch. Dies gilt sowohl für die Meldepflichtigen, als auch für börsennotierte Unternehmen als Empfänger der Meldungen. Rechtssicherheit ist bei der Auslegung der §§ 21 ff. WpHG von zentraler Bedeutung (näher *Brellocks*, ZIP 2011, 2225 ff.). Deshalb sollten die Meldetatbestände möglichst präzise und rechtssystematisch stimmig abgefasst sein. Eine generelle Abkehr vom Trennungs- und Abstraktionsprinzip für die Zwecke der §§ 21 ff. WpHG ist auch aus diesem Grund nicht überzeugend.

## **2. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 und 8 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 9 a) aa) bbb)) – Aufgabe der alternativen Zurechnung nicht überzeugend**

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE setzt Art. 10 lit. c) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG weitgehend wörtlich um. Unklar ist allerdings der Anwendungsbereich. Zudem sollte die alternative Stimmrechtszurechnung bei Sicherungsgeschäften im Rahmen der §§ 21 ff. WpHG beibehalten werden.

Bislang regelt § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG die dingliche Sicherungsübereignung und ordnet an, dass die Stimmrechte aus den übereigneten Aktien bis zum Eintritt des Sicherungsfalls weiterhin dem Sicherungsgeber zuzurechnen sind. Gleichzeitig ist der Sicherungsnehmer nicht nach § 21 Abs. 1 WpHG meldepflichtig, obwohl er Eigentümer der Aktien ist (sog. alternative Stimmrechtszurechnung, präziser: alternative Stimmrechtserfassung oder Meldepflicht). Dahinter steht die Überlegung, dass der Sicherungsnehmer bis zum Eintritt des Sicherungsfalls in der Regel kein Interesse an der Stimmrechtsausübung hat und der Sicherungsgeber bis zu diesem Zeitpunkt wirtschaftlich Berechtigter bleibt. Sicherungsübereignung und Rückfall des Aktieneigentums bei Wegfall des Sicherungs-

zwecks sind nach Nr. 3 bislang also nicht meldepflichtig. Die übernahmerechtliche Parallelvorschrift des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG wird nach teilweise vertretener Auffassung zwar anders – nämlich im Sinne einer doppelten Stimmrechtserfassung bei Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer – ausgelegt (etwa von *Bülow* in: Kölner Kommentar WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 30 Rn. 156). Allerdings gibt es im Übernahmerecht ein spezielles Befreiungsverfahren, um eine Angebotspflicht des Sicherungsnehmers nach §§ 35 ff. WpÜG zu vermeiden.

Schuldrechtliche Vereinbarungen im Hinblick auf Aktien als Sicherungsgegenstand waren bisher nicht ausdrücklich geregelt, können aber etwa unter § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG fallen. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE regelt nun einen neuen Zurechnungstatbestand, dessen Anwendungsbereich nicht ganz klar ist: Einerseits sollen die Stimmrechte beim Sicherungsnehmer "verwahrt" werden, was man so verstehen kann, dass das Eigentum nicht übertragen wird, also rein schuldrechtliche Sicherungsgeschäfte erfasst werden. Andererseits soll der Sicherungsnehmer die Stimmrechte "halten", was für einen Eigentumsübertragung sprechen könnte. Rechtsfolge soll offenbar sein, dass die Stimmrechte des Aktieneigentümers (d.h. Sicherungsgebers) dem Verwahrer der Aktien (d.h. dem Sicherungsnehmer) zugerechnet werden, wenn letzterer die Absicht bekundet, die Stimmrechte auszuüben. Das scheint dafür zu sprechen, dass schuldrechtliche Sicherungsgeschäfte ohne Eigentumsübergang erfasst werden. Auch wenn die Auslegung des neuen Zurechnungstatbestands aufgrund der Vollharmonisierung letztlich durch den EuGH bestimmt wird, wäre es wünschenswert, den praktischen Anwendungsbereich von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE in der Gesetzesbegründung zu erläutern.

Problematisch ist ferner, dass im Zusammenhang mit der Einführung von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE das Konzept der alternativen Meldepflicht aufgegeben werden soll (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 45). Begründung und Reichweite dieser Aussage in der Gesetzesbegründung sind allerdings nicht eindeutig.

Zur Begründung wird auf den Grundsatz der Maximalharmonisierung verwiesen. Art. 10 lit. c) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG gebietet eine Stimmrechtszurechnung an eine natürliche oder juristische Person, bei der Aktien "als Sicherheit verwahrt werden, sofern [sie] die Stimmrechte hält und ihre Absicht bekundet, sie auszuüben". Dass die alternative Zurechnung bei Sicherungsgeschäften generell aufzugeben ist, lässt sich den Richtlinienvorgaben nicht entnehmen. Zur Umsetzung würde es also genügen, § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE ins Gesetz aufzunehmen. Eine Äußerung in der Gesetzesbegründung, ob alternativ oder kumulativ zu melden ist, ist entbehrlich.

Unklar bleibt ferner, ob sich die Aussage zur Aufgabe der alternativen Meldung nur auf Nr. 3 oder auch auf Nr. 8 bezieht. Sinnvollerweise sollte in beiden Fällen alternativ gemeldet werden, auch wenn der Wortlaut von Nr. 8 das nicht zum Ausdruck bringt. Gleiches gilt letztlich auch für § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG. Auch dort sollte alternativ zugerechnet werden, eine Befreiung vom Pflichtangebot wäre dann entbehrlich. Dies entspricht der Logik von Sicherungsgeschäften: Bis zum Eintritt des Sicherungsfalls soll gerade keine Änderung der materiellen Befugnis im Hinblick auf die Stimmrechte eintreten. Erst mit Eintritt des Sicherungsfalls erlangt der Sicherungsnehmer Zugriff auf die Stimmrechte, erst in diesem Moment ist also eine Information des Kapitalmarktes erforderlich. Wenn hingegen bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG und bei der neuen Nr. 8 sowohl Sicherungsgeber als auch Sicherungsnehmer bereits vor Eintritt des Sicherungsfalls meldepflichtig sein sollten, würde dies zu einer Vielzahl von Meldungen im Zusammenhang mit dem Abschluss und der Rückzahlung von Darlehensverträgen, die durch börsennotierte Aktien besichert werden, führen. Damit würden zugleich zahlreiche Kreditbeziehungen vor Eintritt des Sicherungsfalls öffentlich, was weder im Interesse der Parteien liegt noch aus Sicht der Kapitalmarkttransparenz erforderlich ist.

### **3. § 22a Abs. 2 bis 6 WpHG-RegE und Folgeänderungen in der Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung (Art. 1 Nr. 10 und Art. 12) – Unterbrechung der Tochterzurechnung**

Die Zusammenfassung der Vorschriften zur Unterbrechung der Eigenschaft eines Unternehmens als Tochterunternehmen in § 22a Abs. 2 bis 6 WpHG-RegE ist zu begrüßen. Damit erhöht sich die Übersichtlichkeit im Vergleich zu den bisherigen Regelungen, die über verschiedene Bestimmungen im WpHG und KAGB verteilt waren.

Fraglich ist allerdings, wie die neue Formulierung, die auf die Unabhängigkeit "vom Mutterunternehmen" abstellt (vgl. etwa § 22a Abs. 2 Nr. 1 und Abs. 3 Nr. 1 WpHG-RegE im Unterschied zu § 22 Abs. 3a Satz 1 Nr. 2 WpHG, wonach es auf die Unabhängigkeit "vom Meldepflichtigen" ankommt) in Konzernverhältnissen zu verstehen ist. Wenn man den Begriff auf das unmittelbare Mutterunternehmen beschränkt, wäre es künftig möglich, einen kapitalmarktrechtlichen "Konzern im Konzern" zu bilden, d.h. die Tochterzurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG z.B. von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen an seine unmittelbare Muttergesellschaft zu unterbrechen, sofern die Unabhängigkeitsvoraussetzungen in diesem Verhältnis erfüllt sind, auch wenn die unmittelbare Muttergesellschaft selbst nicht unabhängig von der Konzernmutter ist. Die bisherige Praxis der BaFin ist an dieser Stelle restriktiver, weil sie auch den Nachweis verlangt, dass die unmittelbare Muttergesellschaft ihrerseits unabhängig von ihren Muttergesellschaften ist.

Im Übrigen soll mit der regelungstechnischen Zusammenfassung der Bestimmungen zur Unterbrechung der Tochterzurechnung offenbar keine Änderung im Vergleich zum geltenden Recht verbunden sein. Deshalb ist davon auszugehen, dass die Anträge, die nach den bisherigen Vorschriften gestellt wurden, unter den neuen Vorschriften fortgelten. Es wäre wünschenswert, wenn dies in der Gesetzesbegründung klargestellt würde.

#### **4. § 25 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 12) – Meldepflichten für "Instrumente"**

Die Meldepflichten für "Instrumente" (bisher "Finanzinstrumente" und "sonstige Instrumente") werden in § 25 WpHG-RegE vollständig neugefasst. Grundsätzliche inhaltliche Änderungen sollen damit nicht verbunden sein (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46).

§ 25 WpHG-RegE wird – wie die Gesetzesbegründung (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46) richtig feststellt – in der Praxis gleichwohl eine Reihe von Auslegungsfragen aufwerfen. Dies liegt an der Regelungstechnik von § 25 WpHG-RegE, die sich im Hinblick auf den Normzweck kaum vermeiden lässt: § 25 WpHG-RegE kombiniert einen Grundtatbestand (§ 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE) mit einer Generalklausel (§ 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE), die mit unbestimmten Rechtsbegriffen arbeitet ("vergleichbare wirtschaftliche Wirkung"), um Umgehungen zu vermeiden. Damit soll ein Anschleichen an börsennotierte Unternehmen durch Verwendung von "Instrumenten" anstelle von Aktien vermieden werden.

Dies wäre an sich nicht problematisch, wenn nicht § 28 Abs. 2 WpHG-RegE den zivilrechtlichen Rechtsverlust auf Verletzungen von § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE ausdehnen würde. Zu befürchten ist, dass die Rechtsunsicherheiten, die insbesondere mit der Auslegung von § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE verbunden sind, über § 28 Abs. 2 WpHG-RegE zu einem Problem der börsennotierten Unternehmen selbst werden, also diejenigen treffen, die durch die Regelungen auch geschützt werden sollen. Deshalb sollte § 28 Abs. 2 WpHG-RegE enger gefasst werden (dazu unten Abschnitt II.5c).

Unabhängig davon ist zu § 25 WpHG-RegE folgendes anzumerken:

- (1) Unklar ist, was unter "Ermessen in Bezug auf sein Recht auf Erwerb dieser Aktien" in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. b) WpHG-RegE zu verstehen ist. Damit wird Art. 13 Abs. 1 lit. a) der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie – wohl aufgrund der Vollharmonisierung – nahezu wörtlich umgesetzt. Inhaltlich könnte man § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. b) WpHG-RegE jedoch als Spezialregelung

zu § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. a) WpHG-RegE auffassen, für die Fälle, in denen der Inhaber eines Instruments Einfluss auf den Eintritt der Bedingung für den Stimmrechtserwerb hat. Wenn der Inhaber die Bedingung ausübt, wird das Instrument fällig und es entsteht ein unbedingtes Recht auf Erwerb der Stimmrechte. Ein Instrument, das dem Inhaber ein "Ermessen" einräumt, ist also zugleich auch ein Instrument, das bei "Fälligkeit ein unbedingtes Recht" gibt. § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. b) WpHG-RegE erscheint neben § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. a) WpHG-RegE insofern überflüssig.

- (2) Der Begriff der "vergleichbaren wirtschaftlichen Wirkung" in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE scheint etwas enger gefasst als die bisherige Formulierung in § 25a Abs. 1 WpHG, die an die rein tatsächliche Möglichkeit des Stimmrechtserwerbs durch das "Finanzinstrument" oder "sonstige Instrument" anknüpft. Dies ist jedoch unschädlich. Betrachtet man den Normzweck von § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE, eine Umgehung des Grundtatbestands der Nr. 1 zu vermeiden, also einen verdeckten Beteiligungsaufbau an einem börsennotierten Unternehmen zu unterbinden, spricht vieles dafür, dass eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung nur vorliegt, wenn das Instrument wirtschaftlich geeignet und bestimmt ist, eine Beteiligung an einem börsennotierten Unternehmen aufzubauen. Eine entsprechende Konkretisierung durch die ESMA und die BaFin wäre zu begrüßen, da der Tatbestand des § 25a WpHG in seinen Randbereichen aufgrund der erheblichen Unschärfe in der Praxis immer wieder Fragen aufgeworfen hat. Es wäre wünschenswert, wenn meldepflichtige und meldefreie Instrumente durch die Listen von ESMA und BaFin klarer abgegrenzt würden und nur solche Instrumente meldepflichtig sind, die über eine gewisse Aussagekraft im Hinblick auf die Beteiligungsverhältnisse an börsennotierten Unternehmen verfügen.
- (3) Die Liste in § 25 Abs. 2 WpHG-RegE ist nur eingeschränkt hilfreich für die Konkretisierung von § 25 Abs. 1 WpHG-RegE. Die dort genannten Fälle können, abgesehen von Zinsausgleichsvereinbarungen, eindeutig unter § 25 Abs. 1 WpHG-RegE fallen. Bei reinen Zinsausgleichsvereinbarungen (in der englischen Fassung: "*forward rate agreements*") ist ein Bezug zu einem Aktienerwerb hingegen nicht erkennbar. Aufgrund der Vorgaben in Art. 13 Abs. 1b lit. e) der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie ist die Aufnahme von Zinsausgleichsvereinbarungen in die Liste jedoch nachvollziehbar. Da insoweit die Vollharmonisierung greift, wäre eine Korrektur nur auf europäischer Ebene möglich.

## 5. § 28 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 17) – zivilrechtlicher Rechtsverlust

### a) Praktische Bedeutung

Die Bestimmungen zur kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz sind nicht nur vor dem Hintergrund der vor einigen Jahren geführten Diskussion um das "Anschleichen" an börsennotierte Unternehmen zu sehen. Ein Anschleichen (im Sinne eines meldefreien Beteiligungsaufbaus) ist seit Erweiterung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (BGBl. 2011 I Nr. 14 v. 07.04.2011, S. 538) ohnehin nicht mehr möglich und wird auch künftig nach § 25 WpHG-RegE nicht möglich sein. Vielmehr rückt die Compliance-Komponente der §§ 21 ff. WpHG immer stärker in den Vordergrund. Betroffen sind insbesondere börsennotierte Unternehmen und institutionelle Investoren, also nicht nur Aktionäre, die zu Übernahmезwecken eine Beteiligung aufbauen. Dieser Aspekt wird sich durch den Regierungsentwurf erheblich verschärfen.

Ursache ist die Kombination aus den neugefassten Meldetatbeständen mit einer erheblichen Verschärfung der Sanktionen. Die neuen Meldetatbestände werfen Rechtsunsicherheiten auf, insbesondere wenn der Wechsel zur schuldrechtlichen Anknüpfung beibehalten werden sollte. Hinzu tritt die vollständige Neuregelung der Meldepflichten für Instrumente gemäß § 25 WpHG-RegE, die in den Randbereichen vermutlich – ähnlich wie nach Einführung von § 25a WpHG – zahlreiche Auslegungsfragen aufwerfen wird. Während die Meldetatbestände aufgrund der Vollharmonisierung weitgehend vorgegeben sind, hat der Gesetzgeber bei den Sanktionen mehr Flexibilität. Die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie erlaubt es, den zivilrechtlichen Rechtsverlust auf "schwerwiegendste" Verstöße und auf den Verlust von Stimmrechten zu beschränken (Art. 28b Abs. 2 Satz 2). Der Regierungsentwurf nutzt diese Flexibilität nicht, sondern verschärft § 28 WpHG erheblich. Diese Verschärfung ist nicht notwendig und könnte kontraproduktiv sein. Zu befürchten ist, dass der deutlich erweiterte § 28 WpHG-RegE zu einem Vehikel wird, um die Reichweite der neuen Meldetatbestände im Rahmen von Hauptversammlungen börsennotierter Unternehmen "zu testen". Damit wären erhebliche Mehrbelastungen der Unternehmen verbunden (vgl. bereits Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 13 im Zusammenhang mit der Einführung der sog. Investorenerklärung, § 27a WpHG). Sie müssten im Vorfeld von Hauptversammlungen vermutlich häufiger als bisher prüfen, ob einzelne Aktionäre teilnahme- und stimmberechtigt sind. Im Nachgang von Hauptversammlungen wären sie vermutlich häufiger Anfechtungsklagen ausgesetzt. Dieser Zusatzaufwand müsste, auch wenn er schwer zu beziffern ist, als "Erfüllungs-

aufwand für die Wirtschaft" (vgl. Abschnitt E.2 des RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 3) berücksichtigt werden.

Vor diesem Hintergrund sollte § 28 WpHG-RegE eingeschränkt und rechtssicherer ausgestaltet werden. Dabei ist zwischen beiden Absätzen zu differenzieren.

**b) § 28 Abs. 1 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 17 a)) – Rechtsverlust bei Verstoß gegen § 21 Abs. 1 oder 1a WpHG sollte auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit beschränkt und Rechtsverlust zu Lasten Dritter vermieden werden**

§ 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE sollte auf vorsätzliche und grob fahrlässige Verletzungen der Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a WpHG beschränkt werden.

Nach herrschender Auffassung in Rechtsprechung und Literatur tritt der zivilrechtliche Rechtsverlust nach § 28 Satz 1 WpHG nur ein, wenn der Meldepflichtige mindestens fahrlässig handelt (vgl. etwa KG, Beschl. v. 09.06.2008 – 2 W 101/07, ZIP 2009, 1223, 1232; OLG München, Urt. v. 09.09.2009 – 7 U 1997/09, WM 2010, 265, 268; *Kremer/Oesterhaus* in: Kölner Kommentar WpHG, 2. Aufl. 2014, § 28 Rn. 34 ff.; *U. H. Schneider* in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 28 Rn. 20; *Brellocks*, ZIP 2011, 2225, 2230 m.w.N.). Fahrlässigkeit entfällt nach richtiger Auffassung, wenn der Meldepflichtige den zugrundeliegenden Sachverhalt aufgeklärt hat, sich fachkundig beraten lässt und mit der BaFin abstimmt. In diesen Fällen ist nicht ersichtlich, welche weiteren Maßnahmen der Meldepflichtige hätte ergreifen sollen, um einen Rechtsverlust zu vermeiden. Hintergrund ist die Schwere der Sanktion: Aus rechtsstaatlichen Gründen ist es nach herrschender Auffassung nicht zumutbar, zivilrechtliche Rechte, die mit dem Aktieneigentum verbunden sind, verschuldensunabhängig kraft Gesetzes zu entziehen (vgl. die vorgenannten Nachweise).

Bereits die geltende Rechtslage zu § 28 WpHG, die lediglich einfache Fahrlässigkeit voraussetzt, erscheint unbefriedigend, weil die Schwelle bei professionellen Marktteilnehmern nach Auffassung mancher Gerichten sehr schnell erreicht ist. Sinnvoller und rechtssicherer wäre es, den Verschuldensmaßstab auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit anzuheben. Das gilt erst recht, wenn der Rechtsverlust auf sämtliche Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG ausgeweitet wird. Zum einen ist die Auslegung der Zurechnungstatbestände mit erheblichen Unsicherheiten verbunden (etwa beim abgestimmten Verhalten nach § 22 Abs. 2 WpHG). Zudem anderen hat der Meldepflichtige bei den Zurechnungstatbeständen bis auf Nr. 1 (Tochterzurechnung) keinen direkten Zugriff auf den Eigentümer der Aktien. Er muss also versuchen, vertraglich sicherzustellen, dass der unmittelbare Aktieneigentümer die erforderlichen Meldungen

abgibt, kann dies jedoch nicht gewährleisten. Gleichwohl soll er das Risiko tragen, dass die Rechte aus den Aktien – dem Wortlaut nach verschuldensunabhängig – verloren gehen. Das ist unverhältnismäßig. § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE sollte deshalb auf vorsätzliche und grob fahrlässige Verletzungen der Mitteilungspflichten beschränkt werden. Konsequenterweise könnte dann der verlängerte Rechtsverlust nach § 28 Abs. 1 Satz 3 WpHG-RegE, der nach derzeitiger Gesetzesfassung nur bei Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit eintritt, zum Regelfall erhoben werden. Zudem wäre eine Beschränkung des Rechtsverlusts auf Stimmrechte zu erwägen.

Auch in § 59 WpÜG-RegE (Art. 4 Nr. 4) sollte eine entsprechende Beschränkung auf vorsätzliche oder grob fahrlässige Verletzungen der Angebotspflicht vorgenommen werden (zumal dort sogar ein Rechtsverlust zu Lasten gemeinsam handelnder Personen gemäß § 2 Abs. 5 WpÜG vorgesehen ist).

Hinzu tritt ein weiteres Problem bei § 28 Abs. 1 WpHG-RegE. Durch die Erweiterung auf sämtliche Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG kann es dazu kommen, dass Dritte Stimmrechte aus Aktien verlieren, obgleich sie selbst ihren Mitteilungspflichten genügt haben. Dies gilt bereits heute für Tochterunternehmen und Treuhänder (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG). Dort lässt sich der Rechtsverlust zu Lasten Dritter jedoch mit dem Kontrollgedanken (bei Nr. 1) bzw. mit dem Umgehungsgedanken (bei Nr. 2) rechtfertigen. § 28 Abs. 1 WpHG-RegE erweitert die zivilrechtliche Erfolgshaftung für das Verhalten Dritter jedoch erheblich und ist in der vorgeschlagenen Weite nicht überzeugend.

Beispiel: Drei Aktionäre haben eine Pool-Vereinbarung über die von ihnen gehaltenen Stimmrechte abgeschlossen. Damit liegt ein abgestimmtes Verhalten im Sinne von § 22 Abs. 2 WpHG vor. Wenn nur einer der Aktionäre seine Mitteilungspflichten nach §§ 21 Abs. 1, 22 Abs. 2 WpHG verletzt, würden die anderen beiden Aktionäre die Rechte aus ihren Aktien nach dem Wortlaut von § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE ebenfalls verlieren, auch wenn sie ihre Meldepflichten erfüllt haben.

Um einen solchen Rechtsverlust zu Lasten pflichtgemäß handelnder Dritter auszuschließen, sollte § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE dahingehend umformuliert werden, dass lediglich der Meldepflichtige seine eigenen und zugerechneten Rechte nicht ausüben kann. Die Rechtsausübung durch den unmittelbaren Eigentümer der Aktien sollte hingegen zulässig bleiben. Anknüpfungspunkt für die Sanktion sollte also der pflichtwidrig handelnde Aktionär und nicht "die Aktie" selbst sein. Dies wäre von Art. 28b Abs. 2 der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie gedeckt.

§ 28 Abs. 1 WpHG-RegE könnte demnach lauten:

*"Der Meldepflichtige kann Rechte aus Aktien, die ihm gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 zugerechnet werden, in der Zeit nicht ausüben, in der er vorsätzlich oder grob fahrlässig Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a nicht erfüllt hat. [Satz 2 wie bisher, sofern man den Rechtsverlust nicht ohnehin auf Stimmrechte beschränkt]. Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist nach Satz 1 um sechs Monate. [Satz 4 wie bisher]."*

**c) § 28 Abs. 2 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 17 b)) – Rechtsverlust bei Verstoß gegen § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE sollte auf Vorsatz beschränkt werden**

§ 28 Abs. 2 WpHG-RegE sollte auf vorsätzliche Verletzungen der Mitteilungspflichten nach § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE beschränkt werden.

Durch die Erweiterung des zivilrechtlichen Rechtsverlusts auf die Meldetatbestände für Instrumente und auf den neuen Zusammenrechnungstatbestand besteht die Gefahr einer erheblichen Übersanktionierung. Bislang führten Verstöße gegen §§ 25, 25a WpHG nicht zu einem Rechtsverlust nach § 28 WpHG. Die gesetzgeberische Zurückhaltung an dieser Stelle war richtig, weil die Meldepflichten für Instrumente zahlreiche komplexe Auslegungsfragen aufwerfen. Insbesondere hat sich gezeigt, dass der Auffangtatbestand des § 25a WpHG in seinen Randbereichen erhebliche Unschärfen aufweist (vgl. bereits Abschnitt II.4). Der zivilrechtliche Rechtsverlust ist ein scharfes Schwert. Deshalb hat der Gesetzgeber des Risikobegrenzungsgesetzes z.B. bei Einführung des verlängerten Rechtsverlusts in § 28 Satz 3 WpHG zur Wahrung der Verhältnismäßigkeit eine Beschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit angeordnet (RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 13; Bericht des Finanzausschusses zum Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/9821, S. 12).

Anders jedoch § 28 Abs. 2 WpHG-RegE: Danach soll der zivilrechtliche Rechtsverlust verschuldensunabhängig bei sämtlichen Verstößen gegen § 25 WpHG-RegE einsetzen, sogar wenn gegen den weiten und als Auffangtatbestand konzipierten Absatz 1 Satz 1 Nr. 2 verstoßen wird. Das lässt sich mit dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz nicht vereinbaren. Zudem steht zu befürchten, dass es künftig vermehrt zu Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse von börsennotierten Unternehmen kommt, auch wenn die zugrundeliegenden Verstöße gegen § 25 WpHG-RegE oftmals eher technischer Natur sind und aus Sicht des Marktes nicht zu einem Transparenzverlust geführt haben.

Dabei ist auch zu beachten, dass selbst eine gesicherte Verwaltungspraxis der ESMA und der BaFin zur Auslegung von § 25 WpHG-RegE nicht vor einem Rechtsverlust nach § 28 Abs. 2 WpHG-RegE schützen würde. Über die Auslegung der §§ 21 ff. WpHG entscheiden im Rahmen von Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse, die auf § 28 WpHG gestützt sind, nämlich die Zivilgerichte, die an die Rechtsauffassung der Verwaltung nicht gebunden sind. Dies hat in der Vergangenheit immer wieder zu instanzgerichtlichen Urteilen geführt, die mit dem Normzweck der §§ 21 ff. WpHG nicht im Einklang stehen und deshalb für Verunsicherung unter den Marktteilnehmern gesorgt haben. Durch die Ausweitung von § 28 Abs. 2 WpHG-RegE auf § 25 Abs. 1 WpHG-RegE würden sich dieses Problem vermutlich verschärfen.

Deshalb ist es geboten, den zivilrechtlichen Rechtsverlust bei Verletzung von § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE auf vorsätzliche Handlungen zu beschränken. Wenn ein Investor unter bewusster Missachtung der Meldevorschriften für Instrumente eine verdeckte Beteiligung aufbaut, ist ein Rechtsverlust unproblematisch und nachvollziehbar. Wenn ein Instrument hingegen irrtümlich nicht gemeldet wurde (z.B. weil ein ausländischer Inhaber des "Instruments" nicht im Blick hat, dass überhaupt eine Meldepflicht in Betracht kommt, weil es um ein Andienungsrecht in einer Gesellschaftervereinbarung geht), mag eine Ordnungswidrigkeit vorliegen, ein Rechtsverlust sollte hingegen ausscheiden. Auf diese Weise dürfte das Missbrauchsrisiko im Zusammenhang mit § 28 Abs. 2 WpHG-RegE beherrschbarer werden.

#### **6. § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 19a) – Ausschluss von Bezugsrechten sollte ausgenommen werden**

Die geplante Ergänzung von § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE durch den Halbsatz "Beschlussfassung über diese Rechte" ist zu begrüßen. Sie kodifiziert die herrschende Auslegung, die auch der BaFin-Praxis entspricht (Emittentenleitfaden 2013, S. 169), wonach Beschlüsse des Vorstands und der Hauptversammlung nach § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE meldepflichtig sein können, auch wenn es sich nicht um "Vereinbarungen" im Sinne des bisherigen Wortlauts handelt.

Problematisch ist allerdings, dass nach Auffassung der BaFin (Emittentenleitfaden 2013, S. 169) auch der Ausschluss von Bezugsrechten zu einer gesonderten Mitteilungspflicht nach § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE führen soll. Dies ist inhaltlich nicht überzeugend und durch Art. 17 Abs. 2 lit. d) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG nicht veranlasst. Art. 17 Abs. 2 verpflichtet den Emittenten sicherzustellen, dass "alle...Informationen, die die Aktionäre zur Ausübung ihrer Rechte be-

nötigen... zur Verfügung stehen". Deshalb muss nach lit. d) z.B. über die "Zahlung von Dividenden" oder die "Emission neuer Aktien" informiert werden. Da das Bezugsrecht bei einem Bezugsrechtsausschluss gerade nicht wahrgenommen werden kann, ist ein entsprechender Hinweis entbehrlich, zumal bei einem Bezugsrechtsausschluss durch die Hauptversammlung ohnehin im Rahmen der Einladung zur Hauptversammlung zu informieren ist. Der Formalaufwand für die entsprechenden Meldungen der Gesellschaften lässt sich also reduzieren.

Die Auslegung der BaFin könnte sich durch die geplante Ergänzung von § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE durch den Halbsatz "Beschlussfassung über diese Rechte" verfestigen, wenn man argumentiert, dass ein Bezugsrechtsausschluss als Beschlussfassung über das Bezugsrecht anzusehen ist. Deshalb ist eine inhaltliche Korrektur im Gesetzeswortlaut erforderlich.

§ 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE könnte etwa lauten:

*"Mitteilungen über die Ausschüttung und Auszahlung von Dividenden, die Ausgabe neuer Aktien und die Vereinbarung oder Ausübung von Umtausch-, Bezugs-, Einziehungs- und Zeichnungsrechten sowie die Beschlussfassung über diese Rechte; der Ausschluss von Bezugsrechten gilt nicht als Vereinbarung oder Beschlussfassung in diesem Sinn"*

#### **7. § 39 Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 und Abs. 5 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 30c) – umsatzbezogene Bußgeldbemessung sollte nicht übernommen werden**

Die umsatzbezogene Bußgeldbemessung bei juristischen Personen und Personenvereinigungen sollte nicht ins Gesetz übernommen werden.

Wie der Regierungsentwurf zutreffend ausführt, ist eine umsatzbezogene Bußgeldbemessung bei juristischen Personen und Personenvereinigungen von Art. 28b Abs. 1 lit. c) i) der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie nicht vorgeschrieben. Ausreichend wäre es, den Bußgeldrahmen von derzeit EUR 1.000.000,00 (vgl. § 39 Abs. 4 WpHG) auf EUR 10.000.000,00 anzuheben.

Diese Anhebung ist aus drei Gründen ausreichend:

- (1) Der Bußgeldrahmen wird verzehnfacht. Bereits damit wird die ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung deutlich effektuiert.

- (2) Der Umsatz eines Meldepflichtigen ist für den Unrechtsgehalt, der mit einem Verstoß gegen §§ 21 ff. WpHG verbunden ist, in der Regel nicht aussagekräftig. Oftmals handelt es sich um eher technische Verstöße (wie z.B. Unsicherheiten bei der Auslegung der Zurechnungsvorschriften oder der Meldevorschriften für Instrumente). Eine umsatzbezogene Bußgeldbemessung könnte existenzbedrohende Höhen erreichen und wäre in diesen Fällen unverhältnismäßig. Zudem ist der Umsatz als Maßstab für die Bußgeldbemessung bei Verstößen gegen §§ 21 ff. WpHG problematisch, weil sich zwischen der Einhaltung der §§ 21 ff. WpHG und dem operativen Geschäft eines Unternehmens und seinen Bemühungen, Umsatz und Erträge zu erhöhen, in der Regel allenfalls ein sehr entfernter Zusammenhang herstellen lässt.
- (3) Schließlich sind die Bußgeldvorschriften im Zusammenhang mit den Verschärfungen des Sanktionsregimes im Übrigen zu sehen. § 28 WpHG-RegE soll erheblich verschärft werden, gleichzeitig soll ein Verstoß gegen §§ 21 ff. WpHG künftig bereits vor Bestands- bzw. Rechtskraft der Entscheidung der BaFin veröffentlicht werden (sog. "*naming and shaming*", § 40c WpHG-RegE). Trotz der Tendenz des europäischen Kapitalmarktrechts, die Sanktionsregeln auch in anderen Bereichen erheblich zu verschärfen, sollte das Gesamtbild nicht aus dem Blick geraten. Das Haftungs- und Compliance-Risiko für börsennotierte Unternehmen und andere Kapitalmarktteilnehmer ist in den letzten Jahren erheblich gestiegen. Die Organmitglieder müssen in Haftungsfällen mit Regressansprüchen rechnen. Sie tragen also letztlich das Risiko, das mit den Rechtsunsicherheiten und der zunehmenden Komplexität und Regelungsdichte der kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen verbunden ist. Die Kombination aus umsatzabhängiger Bußgeldbemessung und einem scharfen zivilrechtlichen Rechtsverlust, der nach dem Regierungsentwurf sogar verschuldensunabhängig eintreten soll – beides Maßnahmen, die durch die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie nicht vorgeschrieben sind – erscheinen vor diesem Hintergrund nicht angemessen.

#### **8. § 40c WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 31) – Bekanntmachung durch BaFin**

Sofern eine juristische Person oder Personenvereinigung für den Verstoß verantwortlich ist, sollte in der Bekanntgabe lediglich die juristische Person oder Personenvereinigung angegeben werden und nicht auch die handelnde natürliche Person. Dies ist aus Gründen des Persönlichkeitsschutzes und der Verhältnismäßigkeit geboten. Die Gesetzesbegründung enthält einen entsprechenden Hinweis (BT-Drucks. 18/5010,

S. 54). Es wäre allerdings wünschenswert, wenn dies auch im Gesetzeswortlaut zum Ausdruck käme.

### **9. Anlage zu § 17 WpAIV (Art. 9 Nr. 8) – Meldeformular**

Das Formular, das künftig zwingend zu verwenden ist (§ 17 Abs. 1 WpAIV-RegE) sollte auch auf Englisch zur Verfügung stehen, um das Ausfüllen durch ausländische Investoren zu erleichtern. Deshalb sollten in § 17 Abs. 1 WpAIV-RegE hinter das Wort "Verordnung" die Worte "oder eine Übersetzung in englischer Sprache" eingefügt werden.

## **III. Anmerkungen zum Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD vom 31. August 2015 zum Delisting**

### **1. Konzeptionelle und redaktionelle Fragen zu § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E**

Die kapitalmarktrechtliche Einordnung des Delisting und eine entsprechende Abfindungsregelung beim Rückzug aus dem regulierten Markt erscheinen im Ausgangspunkt sachgerecht. Die Diskussion nach den Entscheidungen des BVerfG und des BGH zum Delisting hat gezeigt, dass das Delisting zwar vielfältige Berührungspunkte im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht aufweist, die systematische und normative Parallele zum Übernahmerecht aber am größten ist (vgl. etwa *Habersack*, JZ 2014, 147, 149; *Brellocks*, AG 2014, 633, 644 ff.; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 731). Zu begrüßen ist insbesondere auch die Beschränkung auf den regulierten Markt. Sie führt im Vergleich zu manchen Börsenordnungen, die derzeit ein erleichtertes Downlisting vom regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr erlauben, zwar zu einer Erschwerung. Letztlich ist die Beschränkung der gesetzlich zwingenden Abfindungsregelung auf den regulierten Markt jedoch systematisch richtig. Zudem sollte der Freiverkehr als privatrechtlich organisiertes Börsensegment nicht durch eine gesetzlich zwingende Abfindungsregelung belastet werden. Richtig ist schließlich auch, dass das Gesetz nicht vorschreibt, wer das Abfindungsangebot zu unterbreiten hat (etwa Großaktionär, ein Dritter oder die Gesellschaft). Insofern besteht kein Regelungsbedarf, weil Anlegerschutzbelange durch das Ausstiegsrecht gewahrt sind, unabhängig davon, wer das Angebot unterbreitet.

Problematisch erscheint hingegen, dass die vorgeschlagene Regelung die Veröffentlichung eines vollständigen Angebots nach den Vorschriften des WpÜG bei Stellung des Antrags auf Widerruf der Börsenzulassung erforderlich macht. Damit ist unter

anderem auch eine Angebotsunterlage zu erstellen und mit der BaFin abzustimmen, die inhaltlich den Vorschriften des WpÜG und der WpÜG-Angebotsverordnung entspricht. Dadurch wird ein nicht unerheblicher Vorbereitungs- und Dokumentationsaufwand verursacht, noch bevor der Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung überhaupt gestellt werden kann. Es wäre zu prüfen, ob das Verfahren und der Umfang der Angebotsunterlage bei einem reinen Delisting-Abfindungsangebot nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E im Vergleich zu einem regulären Übernahme- oder Pflichtangebot vereinfacht werden kann, z.B. indem der Inhalt der Angebotsunterlage auf die für das Delisting relevanten Elemente wie Berechnung und Sicherstellung der Finanzierung der Abfindungszahlung beschränkt wird (ähnlich *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 734). Zudem wäre zu prüfen, ob eine Veröffentlichung des Delisting-Abfindungsangebots auch nach Stellung des Widerrufsanspruchs ausreichend ist.

In Übrigen sind in § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E folgende Punkte zu erwägen:

- (1) § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG regelt, dass der Widerruf der Zulassung nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf. § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E lässt sich als Konkretisierung dieser Generalklausel begreifen, indem Fälle geregelt werden, in denen der Widerruf nicht dem Schutz der Anleger widerspricht. Sofern eine der genannten Fallgruppen vorliegt, sollte klar sein und im Gesetzeswortlaut zum Ausdruck kommen, dass die Anlegerinteressen ausreichend gewahrt sind. Insbesondere wenn ein Delisting-Abfindungsangebot nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E durchgeführt wird, sollte sichergestellt sein, dass dem Antrag auf Widerruf der Zulassung stattgegeben wird. Ansonsten könnte es möglicherweise schwer fallen, z.B. einen Großaktionär davon zu überzeugen, ein Delisting-Abfindungsangebot noch vor Stellung des Widerrufsanspruchs vorzubereiten.
- (2) In § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E ist unklar, wann die sechsmonatige Frist beginnt. Der Gesetzeswortlaut knüpft an den rechtlich unbestimmten Begriff der "Abwicklung" eines Übernahmeangebots an. Damit dürfte die dingliche Übertragung der Aktien auf den Bieter Zug um Zug gegen Zahlung der Gegenleistung gemeint sein. Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte jedoch eine Regel zur Fristberechnung ergänzt werden. Die Frist könnte mit der letzten Meldung nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 oder Nr. 3 WpÜG, die für das Übernahme- oder Pflichtangebot veröffentlicht wurde, beginnen. Der Antrag auf Widerruf der Zulassung müsste also innerhalb von sechs Monaten nach der letzten Meldung nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 oder, wenn es eine weitere Annahmefrist (§ 16 Abs. 2 Satz 1 WpÜG) gibt, nach Nr. 3 WpÜG gestellt werden. § 23 Abs. 1

Satz 1 Nr. 4 WpÜG ist als Anknüpfungspunkt hingegen nicht geeignet, weil der Erwerb einer Mehrheit von 95 % im Anschluss an ein Übernahmeangebot längere Zeit in Anspruch nehmen kann.

- (3) § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E enthält in Nr. 2 und Nr. 3 lediglich zwei Ausnahmetatbestände, die ein Delisting ohne Durchführung eines Angebots nach den Vorschriften des WpÜG erlauben. Da das Verfahren zur Durchführung eines Angebots nach dem WpÜG aufwändig ist, sollte es nur zum Einsatz kommen, wenn es aus Anlegerschutzgründen erforderlich ist.

Das ist z.B. nicht der Fall, wenn die Möglichkeit besteht, Aktien im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms an die Gesellschaft zu verkaufen. Deshalb sollte in § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E ein weiterer Ausnahmetatbestand eingefügt werden, der es der Gesellschaft ermöglicht, unter Beachtung der allgemeinen Vorschriften einen Aktienrückkauf durchzuführen und damit ein Delisting zu ermöglichen. Ansonsten müsste die Gesellschaft bei einem Aktienrückkauf zur Durchführung eines Delisting das deutlich aufwändigere Verfahren nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E durchlaufen. Nach herrschender Meinung und gängiger Praxis unterliegen Aktienrückkäufe über die Börse nicht den Vorschriften des WpÜG (vgl. etwa *Koch* in: Hüffer, 11. Aufl. 2014, § 71 Rn. 191 m.w.N.). Ausreichend ist, wenn auf den Aktienrückkauf bei einem Delisting die allgemeinen Vorschriften und insbesondere die aktienrechtlichen Grenzen angewendet werden. Sofern also eine Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zum Einsatz kommt, gilt die 10 %-Grenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG. Damit lässt sich bei geringem Streubesitz ein vereinfachtes Delisting über einen Aktienrückkauf durchführen. Anders als im Fall des Angebots nach den Vorschriften des WpÜG gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E ist es bei einem Aktienrückkauf in jedem Fall ausreichend, wenn der Rückkauf bis zum Wirksamwerden des Widerrufs der Zulassung durchgeführt wird. Dies könnte durch eine entsprechende Nebenbestimmung in der Widerrufsentscheidung sichergestellt werden.

Eine weitere Ausnahme vom Grundsatz des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E sollte vorgesehen werden, wenn alle Aktionäre dem Delisting zustimmen. Die Fälle mögen in der Praxis äußerst selten sein. Jedoch besteht kein Grund, das aufwändige Verfahren zur Durchführung eines Angebots nach dem WpÜG zu durchlaufen, wenn sämtliche Aktionäre mit dem Delisting einverstanden sind. Ohne eine entsprechende gesetzliche Regelung wäre in diesen Fällen eine teleologische Reduktion von § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E erforderlich.

Ferner wäre zu prüfen, ob in Sanierungssituationen ein erleichtertes Delisting möglich sein sollte.

- (4) § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. b) BörsG-E sollte im Hinblick auf die Voraussetzungen, die in den anderen Mitgliedstaaten für ein Delisting gelten, weiter formuliert werden. Aus Anlegersicht ist entscheidend, dass das materielle Schutzniveau der ausländischen Delisting-Regelung nicht wesentlich hinter die Vorgaben der Fallgruppen des § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E zurückfällt. Eine Übereinstimmung mit diesen Vorgaben im Sinne einer Deckungsgleichheit (so könnte man die Formulierung "entsprechende" verstehen), sollte nicht verlangt werden.

## 2. Formulierungsvorschlag

*Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ~~ist~~widerspricht ein Widerruf insbesondere dann nicht dem Schutz der Anleger~~zur~~zulässig, wenn*

1. [...];
2. *nicht länger als sechs Monate vor der Antragstellung ein Übernahme- oder Pflichtangebot nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes abgewickelt wurde, das auf den Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, gerichtet war; die Frist beginnt mit der letzten Meldung nach § 23 Absatz 1 Satz 1 Nummer 2 oder Nummer 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, die für das Übernahme- oder Pflichtangebot veröffentlicht wurde;*
3. *der Emittent vor Wirksamkeit des Widerrufs den Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, anbietet;*
4. *sämtliche Aktionäre dem Antrag zugestimmt haben; oder*
5. *die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind*
  - a) *an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder*
  - b) *in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Voraus-*

setzungen gelten, die mit Nummer 1 oder bis Nummer 24 im Wesentlichen vergleichbar sind entsprechende Voraussetzungen gelten.

### **3. Rechtsschutz**

Bei der Frage der Rechtsschutzmöglichkeiten von Anlegern ist zu differenzieren zwischen zivilrechtlichem und verwaltungsrechtlichem Rechtsschutz.

Da sich § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E am Übernahmerecht orientiert, spricht vieles dafür, den zivilrechtlichen Rechtsschutz analog zum Übernahmerecht auszugestalten. Anleger, die ein Delisting-Abfindungsangebot angenommen haben, können die Abfindungshöhe also zivilrechtlich überprüfen lassen. Davon geht auch die Gesetzesbegründung aus, weil auf die entsprechende BGH-Entscheidung verwiesen wird. Um zu vermeiden, dass die zivilrechtlichen Ansprüche in zahlreichen Einzelverfahren geltend gemacht werden müssen, wäre zu überlegen, ob eine verfahrenstechnische Bündelung möglich ist (vgl. auch *Verse*, *Der Konzern* 2015, 1, 4 m.w.N.). Derzeit steht hierfür das Kapitalanlegermusterverfahren zur Verfügung (§ 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG), weil der Gesetzgeber des KapMuG davon ausgegangen ist, dass das Spruchverfahren bei einer Abfindung zum Börsenkurs nicht erforderlich ist (RegE KapMuG, BT-Drucks. 15/5091, 16 f.).

Eine andere Frage ist, ob Anleger gegen die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Widerruf der Zulassung gemäß § 42 Abs. 2 VwGO klagebefugt sind. Dies ist im Nachgang zur *Frosta*-Entscheidung des BGH diskutiert worden und hängt davon ab, ob den Anlegern ein entsprechendes subjektives öffentliches Recht zusteht. Nach den Entscheidungen von BVerfG und BGH zum Delisting erscheint dies fraglich, die Rechtsprechung der Verwaltungsgerichte ist jedoch uneinheitlich (etwa VG Frankfurt a.M. Beschl. v. 25.03.2013 – 2 L 1073/13.F, AG 2013, 847 (verneinend) im Gegensatz zu VG Düsseldorf, Beschl. v. 07.08.2015 – 20 L 2589/15, BeckRS 2015, 49819 (bejahend)). Die Gesetzesbegründung scheint davon auszugehen, dass die Rechtsschutzmöglichkeiten der Anleger auf den Zivilrechtsweg beschränkt sind. Dort heißt es, die Erhebung einer zivilrechtlichen Klage auf angemessene Abfindung lasse die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Widerruf der Börsenzulassung unberührt. Die Durchführung des Delisting-Verfahrens sei also möglich, ohne durch Streitigkeiten über die Höhe der Abfindung belastet zu werden. Inhaltlich ist das überzeugend. Jedenfalls bei Vorliegen eines Delisting-Abfindungsangebots gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E besteht kein Bedürfnis für verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz, wenn die Abfindungshöhe zivilrechtlich überprüft werden kann.

Zu klären ist aber, was gelten soll, wenn die Börsengeschäftsführung unter Verstoß gegen § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E den Widerruf erlauben sollte. Die Fälle mögen in der Praxis selten sein. Gleichwohl stellt sich die systematische Frage, weil Anleger in diesen Fällen keine Möglichkeit haben, ein Delisting-Abfindungsangebot anzunehmen und auf diese Weise zivilrechtlichen Rechtsschutz zu erlangen. Zieht man erneut die Parallele zum Übernahmerecht – dort sind Anleger nach herrschender Auffassung im Interesse der Rechtssicherheit und Verfahrensbeschleunigung nicht gemäß § 42 Abs. 2 VwGO klagebefugt – (*Verse* in: Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 276, 278 f.; *Döhmel* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2. Aufl. 2013, § 4 Rn. 25 ff. m.w.N.), wäre verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz auch beim Delisting auszuschließen. Dafür spricht auch § 15 Abs. 6 BörsG. § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E hätte demnach einen rein objektiv-rechtlichen Gehalt. Die Normbefolgung müsste also durch die zuständigen Aufsichtsbehörden sichergestellt werden (ähnlich *Mayen*, ZHR 179 (2015), 1, 6).



Michael Brellochs