

VCI-Position

zur effektiven Absicherung der neuen Meldepflichten
für Finanzinstrumente (§§ 25, 25a WpHG)

I. Vorbemerkung

Der Gesetzgeber hat mit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) das kapitalmarktrechtliche Melderegime für Stimmrechtsmitteilungen um eine dritte Meldesäule für Instrumente mit wirtschaftlicher Zugriffsmöglichkeit auf Aktien erweitert. Die ab dem 1.2.2012 geltende neue Regelung des § 25a WpHG sowie die Erweiterung des § 25 WpHG um „sonstige Instrumente“ erschweren das sog. Anschleichen an Zielgesellschaften und bewirken damit eine deutliche Verbesserung der Beteiligungstransparenz.

Zur Absicherung der neuen Meldepflichten wurde indessen lediglich der Bußgeldrahmen von ursprünglichen 200.000 Euro auf zunächst 500.000 Euro und schließlich auf 1 Million Euro erhöht (§ 39 Abs. 4 WpHG n.F.). Gerade bei größeren Übernahmetransaktionen entfaltet jedoch ein maximales Bußgeld von 1 Million Euro keine abschreckende Wirkung, ermöglicht ein verdeckter Beteiligungsaufbau doch Gewinne bzw. Einsparmöglichkeiten, die weit über das Höchstbußgeld hinausgehen.

Die Koalitionsfraktionen haben daher noch im Rahmen der AnsFuG-Beratungen angekündigt prüfen zu wollen, „ob abschreckendere Sanktionen für Verstöße gegen die neuen Meldepflichten nach § 25a WpHG ergriffen werden sollen und wie diese auszugestalten sind“ (Bericht des Bundestagsfinanzausschusses vom 10.2.2011, BT-Drucks. 17/4739, S. 16.)

Hierzu wurde am 9.11.2011 ein nicht öffentliches Fachgespräch im Bundestagsfinanzausschuss durchgeführt, in dessen Rahmen der BDI bereits für eine Erweiterung des Stimmrechtsverlusts auch im Fall einer Verletzung der Meldepflichten für Finanzinstrumente plädiert hat.

Bislang offen war dabei die Frage, wie der zu erweiternde Stimmrechtsverlust im Detail auszugestalten ist, ohne neue Angriffsflächen für Berufskläger zu eröffnen. Hierzu schlagen wir eine Änderung des § 28 WpHG vor, die wir nachfolgend näher erläutern.

Wir würden uns freuen, wenn Sie unsere Überlegungen bei Ihren Beratungen berücksichtigen würden und stehen Ihnen für Gespräche gerne zur Verfügung.

II. Gesetzlicher Stimmrechtsverlust als geeignete Sanktion zur Absicherung der Meldepflichten für Finanzinstrumente

Wie auch in den „BDI-Eckpunkten für mehr Transparenz im Kapitalmarkt“ vom 15.2.2010 angeregt, sprechen wir uns für einen Verlust der Stimmrechte aus, wenn gegen die Meldepflichten für Finanzinstrumente nach §§ 25, 25a WpHG verstoßen wird. Denn der Stimmrechtsverlust hindert den Meldesäumigen daran, seine Interessen etwa an einem Austausch der Geschäftsleitung über eine Neubesetzung des Aufsichtsrats, an der Durchführung von Kapitalmaßnahmen oder – insbesondere in Übernahmefällen – an einem Abschluss eines Beherrschungsvertrags in der Hauptversammlung durchzusetzen. Für den Meldesäumigen hat das weit mehr abschreckende Wirkung als eine bloße Geldbuße, die bei Beteiligungen im Bereich der Meldeschwellen keine ernsthafte Sanktion darstellt.

Auch die EU-Kommission schlägt im Rahmen der Änderung der Transparenz-Richtlinie 2004/109/EG die Aussetzung der Stimmrechte vor, falls der Inhaber von Aktien *oder anderen Finanzinstrumenten* gegen Stimmrechtsmitteilungspflichten verstößt (Art. 28a Abs. 2 lit. c]). Dabei nimmt die Kommission ausdrücklich Bezug auf Art. 13 Transparenz-Richtlinie, der in seiner geänderten Entwurfsfassung nunmehr auch Instrumente mit wirtschaftlicher Zugriffsmöglichkeit auf Aktien für mitteilungspflichtig erklärt.

Der entsprechend zu erweiternde Stimmrechtsverlust sollte dabei wie bisher ipso iure eintreten. Eine aufsichtsrechtliche Umgestaltung des § 28 WpHG hin zu einer BaFin-Anordnung sehen wir kritisch. Es wäre nämlich nicht nur eine Überlastung der Aufsichtsbehörde zu befürchten, die vor allem zur Hauptversammlungssaison mit entsprechenden Anträgen auf Stimmrechtsuntersagung „überflutet“ werden könnte. Eine Beschränkung des Antragsrechts auf den Emittenten und Meldepflichtigen halten wir mit Blick auf die Rechtsposition der übrigen Aktionäre für fraglich. Zudem stellt sich die Frage, ob dadurch überhaupt eine spürbare Arbeitsentlastung erreicht würde, stünde es doch nach wie vor jedem frei, der BaFin zumindest Hinweise auf Meldepflichtverletzungen zu geben. Darüber hinaus stellt sich mit Blick auf das Staatshaftungsrisiko die Frage, inwieweit die BaFin von ihrem Anordnungsrecht Gebrauch machen würde, insbesondere wenn ihr bei ihrer Sanktionsentscheidung Ermessen eingeräumt würde.

1. Ruhen der Rechte aus Aktien auch bei Nichterfüllung der Meldepflichten für Finanzinstrumente (§ 28 Satz 1 WpHG)

Bereits die schuldhafte Verletzung der neuen Meldepflichten sollte ein Ruhen der Rechte aus Aktien (und damit insbesondere auch ein Ruhen der Stimmrechte) bis zur Nachholung der Meldung auslösen (Ergänzung des § 28 Satz 1 WpHG).

Dahinter steckt die Intention, bereits gehaltene oder nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 oder 2 WpHG zugerechnete Stimmrechte ruhen zu lassen, wenn der Inhaber eines Finanzinstruments seinen Meldepflichten nach §§ 25, 25a WpHG schuldhaft nicht nachkommt; denn nach § 28 Satz 1 WpHG erfasst der Stimmrechtsverlust sämtliche Aktien und nicht nur diejenigen, die zur meldepflichtigen Schwellenberührung geführt haben. Dadurch erhöht sich der Druck auf den Aktionär, auch den neuen Meldepflichten für Finanzinstrumente nachzukommen. Der einfache Rechtsverlust nach § 28 Satz 1 WpHG endet erst mit der Nachholung der letzten gebotenen¹ Stimmrechtsmitteilung. Bis dahin bleiben sowohl die im Zeitpunkt der Meldepflichtverletzung bestehenden als auch künftige Stimmrechte von der Sanktion erfasst.

Ein weiterer Vorteil, für die Sanktionierung bereits an Satz 1 des § 28 WpHG anzuknüpfen, ist, dass auch bei Meldepflichtverletzungen nach §§ 25, 25a WpHG für den Beginn der Frist des verlängerten Rechtsverlusts nach § 28 Satz 3 WpHG (dazu unter 2.) an die Nachholung der versäumten Meldung angesetzt und damit die Kausalitätsproblematik zwischen Finanzinstrument und späterem Aktienerwerb umschifft werden kann. Denn beginnt die verlängerte Sperrfrist erst mit der Nachholung der zuvor unterlassenen bzw. letztrichtigen Meldung zu laufen, spielt es keine Rolle, ob im Zeitpunkt des Erwerbs neuer Aktien der Kausalzusammenhang zwischen Finanzinstrument und späterem Aktienerwerb noch bestand oder wegen Zeitablaufs unterbrochen war.

Regelungsvorschlag:

§ 28 Satz 1 WpHG:

*Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 oder 2 zugerechnet werden, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a **oder § 25 oder § 25a** nicht erfüllt werden.*

Beispiel 1²: Meldepflichtiger M erwirbt 3 % Aktien, die er am 1.1.2012 ordnungsgemäß nach § 21 WpHG meldet. Am 1.3.2012 vereinbart M ein Contract for Difference (CfD) mit einer Zugriffsmöglichkeit auf weitere 5 % der Stimmrechte. Die erforderliche Meldung nach § 25a WpHG unterlässt er fahrlässig, holt sie aber am 1.5.2012 nach.

Ergebnis: Seine Stimmrechte aus gehaltenen Aktien i.H.v. 3 % ruhen in der Zeit vom 1.3.2012 bis zum 1.5.2012, da der Stimmrechtsverlust nach § 28 WpHG

¹ So die wohl h. M., siehe bspw. *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 28 Rz. 27f; a. A. (erforderlich ist die Nachholung sämtlicher [Zwischen-]Meldungen) *Opitz*, in Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl., Loseblatt, Stand 2008, § 28 WpHG Rz. 41.

² Zugunsten der Verständlichkeit wird auf eine genaue Fristenberechnung sowie auf die Berücksichtigung erforderlicher „Abmeldungen“ verzichtet.

sämtliche Stimmrechte erfasst. Die (ggf. künftigen) Stimmrechte aus Aktien, die dem CfD zugrunde gelegt wurden, „bestehen“ noch nicht und sind daher auch nicht von der Sanktion betroffen.

Beispiel 2: Wie im Ausgangsfall erwirbt M 3 % Aktien, die er am 1.1.2012 ordnungsgemäß nach § 21 WpHG meldet. Am 1.3.2012 vereinbart M ein CfD mit einer Zugriffsmöglichkeit auf weitere 5 % der Stimmrechte, wobei er die erforderliche Meldung nach § 25a WpHG fahrlässig unterlässt. Am 1.5.2012 wird der CfD abgewickelt, in dessen Zuge M 5 % der Referenzaktien erwirbt; eine Erwerbsmeldung nach § 21 WpHG erfolgt zunächst nicht. Erst am 1.8.2012 meldet M den Erwerb von insgesamt 8 % der Stimmrechte.

Ergebnis: Wegen der unterlassenen § 25a WpHG-Meldung ruhen sämtliche 8 % der Stimmrechte ab dem 1.3.2012 bis zur Meldung der Beteiligungsveränderung am 1.8.2012, die zugleich als Nachholung aller zuvor versäumten Meldungen gilt.

2. Verlängerter, 12-monatiger Stimmrechtsverlust bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Meldepflichtverletzung

Anknüpfend an das oben Gesagte sollte der verlängerte Stimmrechtsverlust auch bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Meldepflichten für Finanzinstrumente gelten. Der Sanktionszeitraum sollte dabei insgesamt auf mindestens 12 Monate erhöht werden, damit sichergestellt ist, dass das scharfe Schwert der Stimmrechtssperre zumindest bei einer Hauptversammlung greift.

Da die Frist mit der Nachholung der letzten gebotenen Stimmrechtsmitteilung und nicht erst ab Erwerb der dem Finanzinstrument zugrunde gelegten Aktien zu laufen beginnt (so aber noch der dem BDI-Eckpunktepapier zugrunde gelegte Vorschlag, der hier nicht mehr weiterverfolgt wird), gibt es zwar für (später hinzuerworbene) Stimmrechte aus Finanzinstrumenten (nicht aber für bereits bestehende Stimmrechte) eine Sanktionslücke, wenn der Erwerb der zugrunde gelegten Aktien zeitlich nach der nachgeholtten Meldung erfolgt. Denn während dieses Zeitraums zwischen Nachholung der Meldung und Erwerb der (Referenz-)Aktien geht der verlängerte Stimmrechtsverlust mangels Stimmrechte (teilweise) ins Leere (siehe Beispiel 4). Diese Lücke ist aber mit Blick auf die mit der Einfachheit der Regelung erlangte Rechtssicherheit hinzunehmen. Insbesondere lässt sich so das oben angesprochene Problem der Kausalität zwischen Finanzinstrument und späterem Erwerb von Aktien gleicher Gattung lösen.

Regelungsvorschlag:

§ 28 Satz 3 WpHG:

*Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist nach Satz 1 bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Mitteilungspflichten um sechs **zwölf** Monate.*

Beispiel 3: M erwirbt am 1.1.2012 3 % Aktien, was er ordnungsgemäß nach § 21 WpHG meldet. Am 1.3.2012 vereinbart M zusätzlich ein CfD mit einer Zugriffsmöglichkeit auf weitere 5 % der Stimmrechte, wobei er die Meldung nach § 25a WpHG vorsätzlich unterlässt. Am 1.6.2012 erwirbt er die dem CfD zugrunde liegenden Aktien und meldet gemäß § 21 WpHG das Überschreiten der 5 % Schwelle.

Ergebnis: Mit Nachholung der Meldung der Beteiligungsveränderung am 1.6.2012 beginnt der 12-monatige Stimmrechtsverlust zu laufen und erfasst sämtliche 8 % der Stimmrechte, so dass seine jetzigen wie auch alle künftigen Stimmrechte bis zum 1.6.2013 gesperrt sind.

Beispiel 4: Wie oben, jedoch holt M die § 25a WpHG-Meldung vor Erwerb der Referenzaktien am 1.4.2012 nach.

Ergebnis: Die 12-Monats-Frist des verlängerten Stimmrechtsverlusts beginnt bereits am 1.4.2012 zu laufen. Somit ruhen die zuvor erworbenen 3 % der Stimmrechte für den gesamten Zeitraum von 12 Monaten, während die erst später aus dem CfD erlangten Stimmrechte nur für einen verkürzten Zeitraum von 10 Monaten gesperrt sind.

III. Anfechtungssichere Ausgestaltung der Stimmrechtsmitteilungen

Hauptversammlungsbeschlüsse, an denen Aktionäre mit Stimmrechten mitwirken, die ihnen nicht zustehen, weil sie entweder unverschuldet zu viele Stimmrechte geltend machen oder weil ihnen grundsätzlich zustehende Stimmrechte nach § 28 Satz 1 oder Satz 3 WpHG ruhen, sind nach § 243 Abs. 1 AktG wegen eines Verfahrensfehlers anfechtbar, wenn sie gleichwohl in das Abstimmungsergebnis mit eingeflossen sind. Dabei ist die Anfechtung begründet, wenn der Meldefehler Einfluss auf das Beschlussergebnis hatte, also etwa die erforderliche Mehrheit nach Abzug der gesperrten Stimmen nicht erreicht worden wäre (vgl. *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 28 Rz. 28; *Hüffer*, AktG, 9. Aufl. 2010, § 243 Rz. 19).

Bereits jetzt sehen sich die Gesellschaften daher Anfechtungsrisiken ausgesetzt, die auf das (behauptete) Nichtbestehen von Stimmrechten gestützt werden (siehe jüngst

die Studie von *Baums/Dirnhausen/Keinath*, ZIP 2011, 2329, 2351: „Zu den am häufigsten behaupteten Beschlussmängeln bei börsennotierten Gesellschaften gehören Verstöße gegen die Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG, die zum Stimmrechtsverlust nach § 28 WpHG führen“). Die hier geforderte Erweiterung des Stimmrechtsverlusts auch auf Meldepflichtverletzungen nach §§ 25, 25a WpHG würde somit das Anfechtungspotenzial unerwünscht erhöhen und der zu schützenden Gesellschaft und ihren Aktionären mehr schaden als nützen.

Da Stimmrechtsmitteilungen nicht in der Sphäre der Gesellschaft liegen und der Gesellschaft keine hinreichenden Mittel zur Verfügung stehen, sich die Richtigkeit der Stimmrechtsangaben – zumal in der Hauptversammlung – nachweisen zu lassen, sollten unterlassene oder fehlerhafte Stimmrechtsmitteilungen künftig nicht mehr zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen berechtigen – und zwar unabhängig von der Frage, ob der geltend gemachte Meldefehler für das Abstimmungsergebnis kausal war oder nicht. Denn bereits diese Kausalitäts(vor)frage müsste gerichtlich geklärt werden, so dass etwa mit einer Einschränkung des Anfechtungsrechts auf relevante (kausale) Meldepflichtverletzungen im Ergebnis nichts gewonnen wäre.

1. Gesetzlicher Ausschluss der Anfechtbarkeit

Erforderlich ist es vielmehr, dass sich die Gesellschaft auf die Richtigkeit der Stimmrechtsmitteilungen verlassen darf, ohne dass ihr etwaige Nachprüfungspflichten auferlegt werden.

Hierzu sollte zunächst in § 28 WpHG eine dem § 30g WpHG entsprechende Regelung mit aufgenommen werden.

Regelungsvorschlag:

§ 28 Abs. 2 WpHG:

Die Anfechtung eines Hauptversammlungsbeschlusses kann nicht auf die Verletzung einer Mitteilungspflicht nach §§ 21 ff. gestützt werden.

(Alternativ: „... kann nicht auf einen Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG gestützt werden“)

2. Aktive Geltendmachung des Stimmrechtsverlusts

Der Stimmrechtsverlust muss andererseits aber der Gesellschaft und den rechtstreuen Mitaktionären als Druckmittel zur Verfügung stehen, soll es als scharfes Schwert die Mitteilungspflichten durchsetzen.

Der Gesellschaft muss es daher möglich bleiben, sich in Verdachtsfällen auf den gesetzlichen Stimmrechtsverlust zu berufen und den ausgemachten Meldesäumigen von der Abstimmung auszuschließen.

Diese Möglichkeit ist jedoch nur sinnvoll, wenn der Gesellschaft und jedem rechtstreuen Mitaktionär die Möglichkeit eröffnet wird, das Ruhen bzw. Nichtbestehen von Stimmrechten gerichtlich anfechtungssicher feststellen zu lassen.

Hierfür ist eine gesetzliche Klarstellung erforderlich, dass eine Feststellungsklage gegen den Meldesäumigen zulässig ist. Denn nach derzeitiger obergerichtlicher Rechtsprechung soll es in Fällen, in denen es um die Abstimmung auf einer Hauptversammlung geht, am erforderlichen Feststellungsinteresse fehlen, weil „ein Aktionär die Möglichkeit (hat), die Frage des Nichtbestehens von Stimmrechten als Anfechtungsgrund im Rahmen einer Anfechtungsklage nach §§ 243 I, 246 I AktG geltend zu machen“. Insoweit bestehe ein hinreichender und abschließender Rechtsschutz durch das Aktienrecht (so LG München I, Urt. v. 27.11.2008 – 5 HK O 3928/08, bestätigt durch das OLG München, Urt. v. 9.10.2008). Diese Einschränkung des Rechtsschutzes mag für den Zeitraum nach einer Hauptversammlung angemessen sein, nicht jedoch im Vorfeld einer Hauptversammlung, zumal die mit einer Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen verbundenen Nachteile auch den (redlich) Klagenden selbst treffen können.

Da wie oben erwähnt die Erfüllung der Meldepflichten außerhalb der Sphäre der Gesellschaft und der Mitaktionäre liegt, bedarf es einer Beweislast erleichterung. Für die Erhebung einer Feststellungsklage muss es ausreichen, dass der Kläger hinreichende Anhaltspunkte vorträgt, die für eine Meldepflichtverletzung sprechen. Gelingt dies, obliegt es dem Meldepflichtigen nachzuweisen, dass er seine Mitteilungspflichten ordnungsgemäß erfüllt hat.

Damit es zu keinen widerstreitenden Feststellungsentscheidungen kommt und um eine fachliche Konzentration auf ein Gericht herbeizuführen, sollte schließlich das Landgericht (oder ein OLG) am Sitz der Gesellschaft für entsprechende Feststellungsklagen zuständig sein.

Die Feststellungsentscheidung bzgl. des Bestehens oder Nichtbestehens von Stimmrechten müsste wiederum für den Emittenten anfechtungssicher sein, d. h. der auf der Grundlage einer entsprechenden Feststellungsentscheidung, die nicht rechtskräftig sein muss, erfolgte Ausschluss von der Stimmabgabe darf keinen Anfechtungsgrund liefern.

Dies gilt auch, soweit – etwa kurz vor einer Hauptversammlung – die Gesellschaft oder ein Mitaktionär den Ausschluss eines potentiellen Meldesäumigen von der Abstimmung per einstweilige Verfügung erwirkt³.

Regelungsvorschlag:

§ 28 Abs. 3 WpHG:

Die Gesellschaft sowie jeder Aktionär kann im Vorfeld einer Hauptversammlung auf Feststellung des Bestehens oder Nichtbestehens von Stimmrechten nach den allgemeinen Grundsätzen der ZPO klagen. Hierzu reicht es aus, dass hinreichende Anhaltspunkte für eine Verletzung der Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. bestehen. Zuständig für die Klage und den Antrag auf einstweilige Verfügung ist ausschließlich das Landgericht (ein Senat des OLG), in dessen Bezirk die Gesellschaft ihren Sitz hat. Die Anfechtung eines Hauptversammlungsbeschlusses kann nicht auf den Ausschluss von der Stimmabgabe gestützt werden, wenn dieser in Übereinstimmung mit einer gerichtlichen Feststellungsentscheidung, auch soweit sie nicht rechtskräftig ist, sowie mit einer entsprechenden Entscheidung im einstweiligen Rechtsschutzverfahren erfolgt ist.

Folgendes Beispiel dient der Veranschaulichung:

Beispiel 5: Mitgesellschafter A behauptet in der HV, Hauptaktionär M dürfe nicht mit abstimmen, da er seine Meldepflichten verletzt habe. Der Versammlungsleiter V, der über keine weiteren Informationen verfügt, kann ihn nach § 28 Abs. 2 WpHG-E gleichwohl zur Abstimmung zulassen, ohne die Anfechtbarkeit der Beschlüsse fürchten zu müssen. V kann M aber auch von der Stimmabgabe ausschließen; ohne entsprechende gerichtliche Entscheidung eröffnet er dann insoweit aber die Anfechtbarkeit der nachfolgenden HV-Beschlüsse (Umkehrschluss aus § 28 Abs. 3 Satz 3 WpHG-E).

IV. Angebots-Untersagung als flankierende Maßnahme in Übernahmesituationen

Speziell in Übernahmesituationen sollte zudem die BaFin durch eine Änderung des § 15 Abs. 2 WpÜG ermächtigt werden, Übernahmeangebote des Bieters zu untersagen, wenn dieser unter Verletzung der Meldepflichten Finanzinstrumente hält oder während eines Zeitraums von einem Jahr (BSK)/drei Monaten (*Seibt*, CFL 2010, 502, 507) vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gehalten hat.

gez. Dr. Tobias Brouwer
Frankfurt am Main, 10. Januar 2012

³ Hier ist zu überlegen, ob es für den vorsorglichen Rechtsschutz einer besonderen Rechtsgrundlage bedarf, die auch eine Vorwegnahme der Hauptsache erlaubt.