

# / Änderungen der Beteiligungspublizität (§§ 21 ff. WpHG) durch Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2013

31.03.2015

Aktien- & Kapitalmarktrecht

## Überblick

Am 06.02.2015 hat das Bundesministerium der Finanzen den Referentenentwurf eines „Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ veröffentlicht. Hintergrund ist die RL 2013/50/EU vom 22.10.2013 („TRL 2013“), die bis zum 27.11.2015 in nationales Recht umzusetzen ist. Mit der Umsetzung halten zentrale Konzepte des neuen europäischen Kapitalmarktrechts Einzug in das deutsche Recht: Einerseits wird der Spielraum des nationalen Umsetzungsgesetzgebers durch die Ablösung des Prinzips der Mindestharmonisierung durch das Prinzip der Maximalharmonisierung (Art. 3 Abs. 1a UAbs. 4 TRL 2013) eingeschränkt. Andererseits werden die Sanktionen erheblich verschärft. Nachdem bis zum 14.03.2015 Stellungnahmen zum Referentenentwurf abgegeben werden konnten, ist es Zeit für ein erstes Fazit. Inhaltlich sollen dabei einzelne Aspekte der Beteiligungspublizität nach §§ 21 ff. WpHG im Vordergrund stehen. Auch wenn das Gesetzgebungsverfahren noch nicht abgeschlossen ist und der Referentenentwurf an der einen oder anderen Stelle Änderungen unterliegen könnte, sollten sich börsennotierte Unternehmen und ihre Aktionäre frühzeitig darauf einstellen. Finanzinstitute und institutionelle Investoren sollten die Zeit nutzen, um die internen Reportingsysteme, die das Erreichen einer Meldeschwelle anzeigen, anzupassen.

## Meldetatbestände

### ▶ Abschluss des Kaufvertrags als Auslöser der Meldepflicht nach § 21 WpHG-E

Der Referentenentwurf enthält – zur Angleichung an andere europäische Länder – einen Systemwechsel beim auslösenden Tatbestand: Während bislang der dingliche Aktienerwerb maßgeblich war, soll die Meldung künftig bereits beim Abschluss „eines unbedingten und sofort zu erfüllenden schuldrechtlichen Kausalgeschäfts“ erforderlich sein. Auch wenn dies auf den ersten Blick nach einer technischen Änderung aussieht, wären die praktischen Konsequenzen weitreichend.

Abgrenzungsfragen zu den Zurechnungstatbeständen des § 22 WpHG-E und zu den Meldepflichten für „Instrumente“ nach § 25 WpHG-E wären vorprogrammiert. Vor dem Hintergrund der Verschärfungen des Sanktionsregimes ist die Verwischung des auslösenden Tatbestands bedenklich. Der dingliche Aktienerwerb hat sich in der Praxis als klarer Anknüpfungspunkt erwiesen, der nicht ohne Not aufgegeben werden sollte.

### ▶ Unterscheidung zwischen aktiver und passiver Schwellenberührung

Für den Beginn der Meldefrist gemäß § 21 Abs. 1 WpHG-E wird künftig zwischen aktiver und passiver Schwellenberührung unterschieden. Passive Schwellenberührungen beruhen auf einer Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte (z.B. durch Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital) und nicht auf Handelsaktivitäten des Aktionärs. Bei passiven Schwellenberührungen ist künftig die positive Kenntnis des Aktionärs, spätestens aber die Veröffentlichung gemäß § 26a WpHG-E maßgeblich. Bei aktiven Schwellenberührungen bleibt es bei der bisherigen Rechtslage.

### ▶ Einführung neuer Zurechnungstatbestände bei § 22 WpHG-E

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 WpHG-E regelt einen neuen Zurechnungstatbestand für den Fall, dass das Stimmrecht losgelöst von der Aktie übertragen wird. Nach deutschem Aktienrecht wäre dies wegen des Abspaltungsverbots nicht zulässig. Da jedoch ausländische Rechtsordnungen teilweise eine Trennung von Stimmrecht und Aktieneigentum zulassen, sieht sich der Gesetzgeber veranlasst, in diesen Fällen eine Zurechnung der Stimmrechte an denjenigen einzuführen, der die Stimmrechte aufgrund der Vereinbarung hält.

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-E regelt einen neuen Zurechnungstatbestand bei der schuldrechtlichen Übertragung von Aktien zu Sicherungszwecken. Bislang regelt § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG nur die (dingliche) Sicherungsübereignung und ordnet an, dass die Stimmrechte aus den übereigneten Aktien weiterhin dem Sicherungsgeber zuzurechnen sind. Gleichzeitig ist der Sicherungsnehmer nicht nach § 21 Abs. 1 WpHG meldepflichtig, obwohl er Eigentümer der Aktien ist (sog. alternative Zurechnung). Dahinter steht die Überlegung, dass der Sicherungsnehmer bis zum Eintritt des

Sicherungsfalls in der Regel kein Interesse an der Stimmrechtsausübung hat. Sicherungsübereignung und Rückfall des Aktieneigentums bei Wegfall des Sicherungszwecks sind nach Nr. 3 bislang also nicht meldepflichtig. Gleiches gilt für den übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestand des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG. Eine bloß schuldrechtliche Übertragung von Aktien zu Sicherungszwecken war bisher nicht ausdrücklich geregelt, konnte aber nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG meldepflichtig sein. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-E soll diese Lücke schließen, indem die Stimmrechte des Aktieneigentümers (d.h. Sicherungsgebers) dem Verwahrer der Aktien (d.h. dem Sicherungsnehmer) zugerechnet werden. Gleichzeitig soll nach der Begründung des Referentenentwurfs offenbar das Prinzip der alternativen Stimmrechtszurechnung, das bislang bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG anerkannt war und das auch bei Nr. 8 sinnvoll erscheint, aufgehoben werden. Dies widerspricht der Logik von Sicherungsgeschäften. Bis zum Eintritt des Sicherungsfalls ist mangels Änderung der materiellen Befugnis keine Stimmrechtsmitteilung erforderlich.

▶ **Finanzinstrumente (künftig nur „Instrumente“, §§ 25, 25a WpHG-E)**

Die §§ 25, 25a WpHG werden vollständig neu gefasst. Gleichzeitig wird ein Zweisäulenmodell eingeführt (im Unterschied zum bisherigen Dreisäulenmodell – §§ 21, 22 WpHG, § 25 WpHG, § 25a WpHG). §§ 21, 22 WpHG-E regeln künftig die Meldepflichten bei Stimmrechten aus Aktien, während § 25 WpHG-E meldepflichtige Instrumente regelt. Daneben enthält § 25a WpHG-E eine eigenständige Meldepflicht für die Summe der nach §§ 21, 22 WpHG-E und § 25 WpHG-E gehaltenen Anteile, die bislang in die Meldetatbestände der §§ 25, 25a WpHG integriert war.

Künftig gibt es nur noch „Instrumente“. Die Unterscheidung zwischen „Finanzinstrumenten“ und „sonstigen Instrumenten“ entfällt. Für die meldepflichtigen Instrumente wird zwischen solchen mit physischer Abwicklung, bei denen der Erwerb der Aktien nur noch vom Inhaber des Instruments oder vom Zeitablauf abhängt (§ 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-E) und Instrumenten mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung, ohne dass es auf physische Abwicklung ankommt (§ 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-E), zu unterscheiden sein. Ob diese Tatbestände in der Praxis klarere Ergebnisse erzielen als die bisherigen Begriffe und ob insbesondere die von der ESMA zu erstellende Liste (Art. 13 Abs. 1b TRL 2013) in Verbindung mit den Festlegungen der BaFin für Rechtssicherheit sorgen wird, bleibt abzuwarten. Insbesondere interessant ist, ob die bislang unter § 25a Abs. 1 WpHG fallenden Instrumente tatsächlich nunmehr von § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-E erfasst werden. Die neue Formulierung („vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“) scheint enger gefasst als die bisherige Formulierung („Ermöglichen eines Aktienerwerbs“), so dass z.B. Erwerbsmöglichkeiten im Zusammenhang mit gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen (etwa der Abschluss von Umwandlungsverträgen oder § 305 AktG) nicht mehr darunter fallen dürften.

Wesentlich ist ferner, dass die Anzahl der zu meldenden Stimmrechte bei Instrumenten mit Barausgleich zukünftig deltaangepasst berechnet wird (anders § 25a Abs. 2 Satz 2 Hs. 2 WpHG: Festsetzung des Deltafaktors auf 1). Die europarechtlich zwingende (Art. 13 Abs. 1a Satz 1 Hs. 2 TRL 2013) Deltaanpassung führt zu erhöhtem Aufwand, soll allerdings für eine präzisere Abbildung des tatsächlichen Stimmrechtseinflusses sorgen.

▶ **Verbindliches Formular**

Die BaFin wird ermächtigt, ein verbindliches Meldeformular vorzugeben. Bislang ist das Formular der BaFin unverbindlich.

## Sanktionen

▶ **Rechtsverlust (§ 28 WpHG-E)**

Während der Rechtsverlust bislang nur für Aktien galt, die dem Meldepflichtigen gehören oder deren Stimmrechte ihm nach §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG zugerechnet werden, wird er künftig auf alle Zurechnungstatbeständen erstreckt. Darüber hinaus soll § 28 WpHG-E künftig auch bei §§ 25, 25a WpHG-E gelten. Zu begrüßen ist, dass der Rechtsverlust auf die Person des Meldepflichtigen beschränkt wird, ein Rechtsverlust zu Lasten eines pflichtgemäß handelnden Stimmrechtsinhabers also vermieden wird. Die Ausweitung des Rechtsverlusts auf sämtliche Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG-E sowie auf §§ 25, 25a WpHG-E ist im Übrigen jedoch kritisch zu sehen. Da die Meldetatbestände offen formuliert sind, würden sich für Anfechtungskläger neue Begründungsansätze eröffnen. Sofern der Gesetzgeber hier nicht nachbessert, wird der BGH-Entscheidung vom 29. April 2014 (Az: II ZR 262/13), die auf den Einfluss der vom Rechtsverlust behafteten Stimmen für das Beschlussergebnis abstellt, weitere Bedeutung zukommen.

▶ **Ordnungswidrigkeitenrecht (§ 39 WpHG-E)**

Auch die ordnungswidrigkeitenrechtlichen Sanktionen werden erheblich verschärft. Der allgemeine Bußgeldrahmen bei Verstößen gegen §§ 21 ff. WpHG-E wird auf maximal zwei Million Euro verdoppelt (§ 39 Abs. 4 WpHG-E). Daneben erwägt

der Gesetzgeber – über die zwingenden Vorgaben der TRL 2013 hinaus – die Möglichkeit einzuführen, Geldbußen gewinn- oder umsatzabhängig festzulegen. Diese Annäherung des kapitalmarktrechtlichen Sanktionsregimes an das Kartellrecht ist nicht nur im Hinblick auf die damit erreichbare Bußhöhe bedenklich. Sie verkennt auch, dass der Unrechtsgehalt und die Auswirkungen auf den Kapitalmarkt bei Verstößen gegen §§ 21 ff. WpHG-E in der Regel nicht mit kartellrechtswidrigem Verhalten zu vergleichen sind. Es bleibt abzuwarten, ob die gewinn- oder umsatzabhängige Bußgeldbemessung im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens weiterverfolgt wird.

► **„Naming and Shaming“ (§ 40c WpHG-E)**

§ 40c WpHG-E begründet bei Verstößen gegen §§ 21 ff. WpHG-E eine zwingende Pflicht der BaFin zur Bekanntmachung von Maßnahmen und Sanktionen unter namentlicher Nennung des Betroffenen. Dies soll sogar gelten, wenn die Entscheidung noch nicht rechtskräftig ist. Allerdings muss die BaFin in diesen Fällen auf die fehlende Rechtskraft hinweisen.

Ausnahmsweise kann die Bekanntmachung aufgeschoben werden oder anonymisiert erfolgen, wenn die namentliche Nennung einer natürlichen Person unverhältnismäßig wäre oder den Beteiligten ein unverhältnismäßiger und ernsthafter Schaden droht. Es bleibt also der BaFin überlassen, das aus dem angelsächsischen Rechtskreis stammende „naming and shaming“ in rechtsstaatlich angemessener Weise umzusetzen.

**Haben Sie Fragen?** Kontaktieren Sie gerne: [Dr. Michael Brellochs, LL.M.](#)

**Practice Group:** [Aktien- und Kapitalmarktrecht](#)

## Contact Person



**Dr. Michael Brellochs, LL.M.**

Mitglied der Practice Group Aktien- & Kapitalmarktrecht

Mitglied der Practice Group Gesellschaftsrecht/Mergers & Acquisitions

Rechtsanwalt, Attorney-at-Law (New York)

T +49 89 286283603