

Stimmrechtsmitteilungen: Noch Potential für Verbesserungen

Anfechtungsrisiken reduzieren und
Meldeweg überdenken

Einleitung

Mit diesem Positionspapier bezieht das Deutsche Aktieninstitut Stellung zu der Initiative des Bundesministeriums der Finanzen zur Evaluierung Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie. Anlass der Evaluation ist ein entsprechender Prüfauftrag des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages im Zuge der Beschlussempfehlung zum Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20. November 2015, nach dem bis Ende 2017 ein Bericht zu Vorschriften zum Anlegerschutz beim Delisting (§ 39 Abs. 2 bis 6 BörsG) sowie Regelung zum Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG vorgelegt werden soll.

In Bezug auf die Stimmrechtsmitteilungen nach §§ 21ff. WpHG:

1. Sollte die Regelung zum Rechtsverlust nach § 28 WpHG von der bestehenden Wirkung ex lege hin zu einer Anordnungsbefugnis der BaFin modifiziert werden?
2. Wie wirkt sich die Erstreckung des Rechtsverlustes auf Vermögensrechte aus?

In Bezug auf die Vorschriften zum Anlegerschutz beim Delisting (§ 39 Abs. 2 bis 6 BörsG)

3. Bewertung der bestehenden Rechtsschutzmöglichkeit des Anlegers zur Geltendmachung einer angemessenen Gegenleistung beim Delisting: Hat sich die zivilprozessuale Geltendmachung im Musterverfahren nach dem KapMuG bewährt?
4. Sollte der Rechtsschutz insbesondere durch prozessuale Elemente aus dem Spruchverfahren weiterentwickelt werden?

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass sich der Gesetzgeber erneut mit der Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie befasst. Dadurch können die im politischen Verfahren bis zuletzt intensiv diskutierten Fragen mit etwas Abstand erneut bewertet werden. Die Evaluation sollte aber auch dazu genutzt werden, weitere Fragen aufzugreifen, die sich insbesondere im Zusammenhang mit dem Regime der Stimmrechtsmitteilungen stellen.

Aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts sollten dabei insbesondere folgende Aspekte berücksichtigt werden:

1. Der Stimmrechtsverlust sollte weiterhin ex lege eintreten. Eine Anordnungsbefugnis der BaFin würde dagegen zahlreiche neue rechtliche und praktische Fragen aufwerfen, die sich nicht lösen lassen.
2. Statt über eine Anordnungsbefugnis der BaFin sollten rechtliche Risiken beim Emittenten durch höhere Hürden der Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen auf Grundlage von Beteiligungsmeldungen begrenzt werden. Die Rechtssicherheit könnte zusätzlich dadurch gestärkt werden, für komplexe Sachverhalte die Möglichkeit einer verbindlichen Auskunft bei der BaFin zu schaffen.
3. Die Evaluation des Gesetzes sollte dazu genutzt werden, das Meldeverfahren für Stimmrechtsmitteilungen zu vereinfachen. Nach der Transparenzrichtlinie zulässig und effektiver als das bisherige Verfahren wäre, wenn die BaFin für die Veröffentlichung zuständig wäre.
4. Das Deutsche Aktieninstitut hält die Regelungen zum Rechtsschutz beim Delisting weiterhin für sachgerecht und sieht hier keinen Handlungsbedarf.

1 Stimmrechtsmitteilungen: Rechtsverlust

Frage 1: Sollte die Regelung zum Rechtsverlust nach § 28 WpHG von der bestehenden Wirkung ex lege hin zu einer Anordnungsbefugnis der BaFin modifiziert werden?

Hintergrund

Mit den Stimmrechtsmitteilungen nach § 21ff. WpHG wird das Ziel verfolgt, Aktionäre und Unternehmen über erfolgte oder mögliche Veränderungen der Aktionärsstruktur zu informieren, damit diese sich hierauf einstellen können. Vor dem Hintergrund prominenter Anschleichfälle werden seit dem Risikobegrenzungs-gesetz dabei zurecht auch Instrumente einbezogen, bei denen nur eine Zugriffsmöglichkeit auf Aktien des Emittenten besteht.

Bei der konkreten Ausgestaltung des Beteiligungsregimes ist jedoch der folgende rechtspolitische Zielkonflikt zu lösen:

- Auf der einen Seite bestünde ohne eine adäquate Sanktionierung die Gefahr, dass Meldungen unterbleiben (z.B. um sich an ein Unternehmen anzuschleichen). Diese Sanktionierung stellt § 28 WpHG prinzipiell in adäquater Weise sicher, indem er Falsch- und Fehlmeldungen bzw. unterlassenen Meldungen mit dem Rechtsverlust sanktioniert. Der Rechtsverlust tritt dabei ex lege ein.
- Auf der anderen Seite setzt der gesetzliche Stimmrechtsverlust den Emittenten einem Anfechtungsrisiko aus. Denn es kann in der Hauptversammlung leicht behauptet werden, dass Stimmrechtsmitteilungen fehlen oder fehlerhaft sind und damit die Stimmrechte des Meldepflichtigen ruhen müssten. Emittenten wie Meldepflichtige haben vor diesem Hintergrund ein großes Interesse an Rechtssicherheit bei der Frage, ob Stimmrechte bestehen oder nicht.

An dieser Stelle setzt der Vorschlag ein, den Stimmrechtsverlust nicht mehr ex lege, sondern auf Anordnung der BaFin eintreten zu lassen.

BaFin-Anordnung statt gesetzlicher Rechtsverlust?

Theoretisch könnte man damit tatsächlich den Emittenten (bzw. den Versammlungsleiter einer Hauptversammlung) von der schwierigen Entscheidung entlasten, über das Zugestehen oder das Entziehen von Stimmrecht entscheiden zu müssen.

Allerdings stellt sich unmittelbar eine ganze Reihe von praktischen Folgefragen, die sich nach Ansicht des Deutschen Aktieninstituts nicht lösen lassen.

Insbesondere müsste man dem Meldepflichtigen (und ggf. auch dem Emittenten) auch bei einer Entscheidung der Verwaltung das Recht zugestehen, gegen diese Entscheidung gerichtlich vorzugehen. Interessante Fälle dürften aber gerade in zeitlicher Nähe zur Hauptversammlung zu entscheiden sein, so dass es unmöglich erscheint, das Bestehen von Stimmrechten gerichtsfest sicherzustellen. Das Problem wird dadurch verschärft, dass sich die Hauptversammlungssaison auf die Monate März bis Juni eines Jahres konzentriert, so dass entsprechende Kapazitäten schon allein deswegen fehlen dürften. Es ist daher sehr wahrscheinlich, dass nicht alle streitigen Beteiligungsmeldungen vorab entschieden werden können. Als Folge sind daher Situationen denkbar, in denen Stimmen zugelassen wären, für die heute ggf. ein Rechtsverlust gelten würde. Es ist sogar denkbar, dass sich in dem Wissen um Kapazitätsgrenzen neue Umgehungsstrategien ermöglicht würden – etwa, indem Beteiligungsmeldungen so spät gemacht werden, dass über ihre Richtigkeit rein faktisch nicht mehr entschieden werden kann.

! Insgesamt würde daher einer Anordnungsbefugnis der BaFin keine Verbesserung bringen – im Gegenteil: es würden sogar zahlreiche neue Rechts- und Praxisfragen aufgeworfen.

Bessere Alternative: Anfechtungssicherheit erhöhen

Das Deutsche Aktieninstitut hatte daher bereits in seiner seinerzeitigen Stellungnahme angeregt, besser an der Anfechtung anzusetzen.

! Eine Erleichterung würde es konkret bedeuten, wenn sich der Versammlungsleiter/der Emittent bei der Beurteilung der Zulassung von Stimmrechten auf seine eigene subjektive Kenntnis über die Richtigkeit vorliegender Meldungen verlassen dürfte. Das würde die Rechtssicherheit für den Emittenten verbessern. Eine Einschränkung des Anfechtungsrechts in dieser Weise würden den Emittenten bzw. den Versammlungsleiter dann nicht schützen, wenn er von einem Fehlverhalten des Meldepflichtigen weiß.

Diese Änderung würde die Anfechtungsbefugnis der Aktionäre einschränken. Damit aber keine Beschlüsse unanfechtbar werden, die auf rechtswidrig ausgeübten Stimmrechten beruhen, sollte die positive Kenntnis des Versammlungsleiters nicht die Anfechtungsbefugnis des Vorstands (§ 245 Nr. 4 AktG) begrenzen. Durch diese Konstellation blieben Vorwürfe anderer Aktionäre auch nicht ungehört. Der Emittent kann an ihrer statt die Beschlüsse dann anfechten. Bewusst könnte er

keine rechtswidrig gefassten Beschlüsse durchsetzen, weil die anderen Aktionäre die Anfechtungsklage bei positiver Kenntnis des Versammlungsleiters gerade erheben können.

Das Deutsche Aktieninstitut hatte daher bereits dazu eine Änderung von § 245 AktG vorgeschlagen. An dieser Einschätzung hat sich seit dem In-Kraft-Treten des Umsetzungsgesetzes nichts geändert.

Der bisherige Wortlaut könnte zu einem Absatz 1 werden und ein neuer Absatz 2 mit dem folgenden Wortlaut eingefügt werden:

„Ein Aktionär, der die Anfechtung mit einem Verstoß gegen die Meldepflichten nach den §§ 21, 22, 22a oder 25 des Wertpapierhandelsgesetzes begründet, ist nur zur Anfechtung befugt, wenn er darlegen kann, dass der Versammlungsleiter/das Unternehmen den die Anfechtung begründenden Verstoß kannte.“

Alternative rechtliche Gestaltungen – etwa eine Verankerung im WpHG – sind sicher denkbar. Uns kommt es letztlich auf die Stoßrichtung an, den Emittenten von dem Risiko zu entlasten, dass Beschlüsse der Hauptversammlung auf Grundlage von bloßen Behauptungen über die Richtigkeit von Stimmrechtsmitteilungen angefochten werden können.

Verbindliche Auskunft diskutieren

Unabhängig davon könnte man die BaFin als Aufsichtsbehörde auf andere Weise für die Verbesserung von Rechtssicherheit nutzen. Die bloße Komplexität der Meldesachverhalte macht es schon heute nicht selten nötig, die informelle Diskussion mit der BaFin zu suchen, um Meldefehler zu vermeiden.

Es wäre daher nur ein kleiner Schritt, für solche komplexen Meldesachverhalte die Möglichkeit von verbindlichen Auskünften wie bei steuerlichen Sachverhalten zu schaffen. Um eine Überbeanspruchung der Kapazitäten der BaFin zu verhindern, könnte man die BaFin dabei z.B. ein Ermessen einräumen, für welche Sachverhalte sie überhaupt in der Prüfung einsteigen will.

Ein solches System würde die Fehleranfälligkeit der Meldungen selbst reduzieren und so indirekt auch die Sicherheit für die Marktteilnehmer über das Bestehen von Stimmrechten in komplexen Situationen erhöhen.

Drittwirkung des Rechtsverlustes prüfen

Mit dem Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie wurde die Sanktion des Rechtsverlustes nicht nur mit Blick auf die Tatbestände nach § 25 WpHG erweitert, sondern auch in Bezug auf § 22 WpHG.

Konkret betrifft der Rechtsverlust anders als zuvor alle Zurechnungstatbestände nach § 22 WpHG – also insbesondere auch Aktien, die einem Meldepflichtigen auf Grundlage des Acting in Concert zugerechnet werden. Die Richtigkeit der Meldung eines Meldepflichtigen hängt aber in solchen Fällen davon ab, dass ein anderer Meldepflichtiger zutreffende Meldungen abgibt. Andernfalls sind dem Wortlaut nach die Stimmrechte aus den wechselseitig betroffenen Aktien gesperrt (sog. Drittwirkung).

Das Deutsche Aktieninstitut hält diese Ausdehnung des Rechtsverlustes nach wie vor für zu weitgehend. Aus rein sachlichen Gründen lässt sie sich bei sich rechtstreu verhaltenden Meldepflichtigen nicht rechtfertigen. Zwar gab es eine Drittwirkung gab bereits vor der Umsetzung der geänderten EU-Transparenzrichtlinie, jedoch war hier die Sanktion auf Fälle der fehlerhaften Meldung von Zurechnungen nach § 22 Abs. 1 Nr. 1 (Tochterunternehmenseigenschaft) und Nr. 2 (bspw. Treuhand) beschränkt, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass der Meldepflichtige eine „gewisse Kontrolle“ über denjenigen hat, dessen Bestände ihm zugerechnet werden.

Das Deutsche Aktieninstitut hatte sich daher im Gesetzesverfahren daher dafür ausgesprochen, dass es für die Sanktion nur darauf ankommen darf, ob der Meldepflichtige selbst seine Meldung richtig gemacht hat (siehe Position von damals, S. 14ff.).

Frage 2: Wie wirkt sich die Erstreckung des Rechtsverlustes auf Vermögensrechte aus?

Nach unseren Erfahrungen spielt die Sanktion des Verlustes aus Rechten nach § 58 Abs. 4 AktG in der Praxis keine besondere Rolle, so dass wir zu dieser Frage keine Stellung beziehen können. Grund für die mangelnde empirische Evidenz sind die hohen Hürden für den Verschuldensmaßstab, die vor einer Sanktionierung zu nehmen sind. Diese Hürden halten wir für insgesamt angemessen.

Weitere Anregungen des Deutschen Aktieninstituts im Zusammenhang mit dem Regime der Beteiligungsmeldungen

Aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts bietet sich die Evaluation des Bundesministeriums der Finanzen an, weitere praktische Erfahrungen und Problemkreise im Zusammenhang mit Beteiligungsmeldungen einer Prüfung zu unterziehen.

Vereinfachung des Meldewegs

Das Deutsche Aktieninstitut regt an, den Meldeweg für Stimmrechtsmitteilungen zu vereinfachen. Der Meldeweg für Beteiligungsmeldungen ist kompliziert. Der Investor hat das Berühren der Beteiligungsschwellen nach §§ 21ff. WpHG dem Emittenten und der BaFin unverzüglich mitzuteilen. Der Emittent wiederum hat eine solche Information unverzüglich zu veröffentlichen, dem Unternehmensregister zu übermitteln und die Veröffentlichung der BaFin mitzuteilen (§ 26 WpHG).

Die Kosten für die Veröffentlichung und die Übermittlung zum Unternehmensregister liegen dabei beim Emittenten. Gerade rund um die Hauptversammlung kommt es verstärkt zu Beteiligungsmeldungen von Investoren.



Art. 12 Abs. 7 der EU-Transparenzrichtlinie gibt den Mitgliedstaaten die Möglichkeit, die Emittenten von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Weiterleitung der Mitteilungen an das Speichermedium zu entbinden, wenn die zuständige Behörde (die BaFin) die Veröffentlichung übernimmt. Diese Möglichkeit sollte genutzt werden.

Für die BaFin und die Emittenten würde dieses Verfahren auch eine Reduktion des Prüfungsaufwands bedeuten. So würden beispielsweise Korrekturmitteilungen des Investors direkt der BaFin mitgeteilt und nicht jedes Mal auch eine Korrekturmitteilung beim Emittenten auslösen, die ihrerseits wieder von der BaFin geprüft werden muss. Außerdem würden auf diese Weise Fälle vermieden, in denen die BaFin den Emittenten bittet, die Veröffentlichung von Meldungen aufzuschieben, weil sie selbst auf einen Meldefehler aufmerksam geworden ist. Der Emittent wiederum könnte selbst ohne die Schaffung einer Möglichkeit zu verbindlichen Auskünften stärker auf die Richtigkeit der Meldungen vertrauen, weil die BaFin zumindest bei offensichtlichen Fehlern eine Veröffentlichung nicht vornehmen, sondern auf deren Korrektur hinwirken würde. Ein solcher Veröffentlichungsprozess würde indirekt die Sicherheit im Umgang mit Beteiligungsmeldungen in der Hauptversammlung verbessern.

Elektronisierung des Meldeverfahrens

Unabhängig von der grundsätzlichen Veränderung des Meldewegs sollte zumindest der elektronische Abgleich der unterschiedlichen Mitteilungen/Veröffentlichungen, die BaFin und Emittent vom Investor erhalten, ermöglicht werden. Dieser würde Emittenten von erheblicher Bürokratie entlasten. Heute muss der Emittent, die Meldungen die er nach den §§ 21 ff. WpHG vom Meldepflichtigen als Fax erhält, umständlich manuell in die Online-Portale eingeben, die Dienstleister für die Vorbereitung der Veröffentlichung zur Verfügung stellen. Die BaFin gleicht diese Veröffentlichung dann mit dem ihrerseits vom Meldepflichtigen erhaltenen Formular Feld für Feld ab und setzt sich bei möglichen Diskrepanzen mit dem Emittenten in Verbindung, der dann eine Korrekturmeldung veröffentlichen muss. Das Ergebnis ist also ein doppelter Erfassungs- und Prüfungsaufwand und eine Hin- und Her-Konvertierung von Formulardaten in Fließtext und wieder zurück. Dies ist mit erheblichem Aufwand verbunden.

Es wäre ein System wünschenswert, bei dem der Meldepflichtige seine Meldung auch elektronisch (auf zu definierendem Weg, ggf. auch als Email-Attachment) in einem Format übermitteln kann (z.B. XML), das von Emittenten oder Dienstleistern unmittelbar in einen entsprechenden Meldetext konvertiert werden kann. Die neue WpAIV (§ 18 WpAIV) eröffnet ein solches Verfahren zumindest für die Meldung des Investors (und des Emittenten) an die BaFin. Es sollte aber analysiert werden, inwieweit dieses System zu einem effizienten Gesamtsystem weiterentwickelt werden kann, die manuelle Arbeit beim Emittenten (und letztlich auch beim Investor) zu reduzieren.

Prüfung auf Reduktion von Komplexität

Meldungen von Investoren, die in einer Gruppe aus verschiedenen Meldepflichtigen organisiert sind, sind komplex. Denn die betroffenen Investoren müssen eine Vielzahl von Zurechnungstatbeständen verstehen und richtig abbilden. Den Marktteilnehmern wird damit prinzipiell ermöglicht, die Besitzverhältnisse richtig einzuordnen. Daher ist ein hohes Maß an Transparenz prinzipiell wünschenswert – gerade in Bezug auf Konzernmitteilungen.

Gleichwohl signalisieren unsere Rückmeldungen Verbesserungspotential: Ein Teil der Meldungen resultiert heute nämlich daraus, dass sich innerhalb eines als Gruppe/Konzern organisierten Meldepflichtigen die Organisationsstruktur ändert, so dass Beteiligungen einem anderen Zurechnungskanal zugeordnet werden müssen. Auf Gruppenebene ergibt sich dabei keine Veränderung des aggregierten Bestandes und der entsprechenden Stimmrechte. Dennoch ist eine Beteiligungsmeldung notwendig. Aus unserer Sicht sollten solche Fälle tiefer zu analysiert werden, um im Interesse der Markttransparenz und des Bürokratieabbaus das Regime insgesamt zu vereinfachen.

2 Delisting

Anmerkungen zum Rechtsschutz

In Bezug auf die Vorschriften zum Anlegerschutz beim Delisting (§ 39 Abs. 2 bis 6 BörsG) fragt das Bundesministerium der Finanzen insbesondere:

Bewertung der bestehenden Rechtsschutzmöglichkeit des Anlegers zur Geltendmachung einer angemessenen Gegenleistung beim Delisting: Hat sich die zivilprozessuale Geltendmachung im Musterverfahren nach dem KapMuG bewährt? Sollte der Rechtsschutz insbesondere durch prozessuale Elemente aus dem Spruchverfahren weiterentwickelt werden?

Die neuen Regelungen des Anlegerschutzes beim Delisting in § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG hat das Deutsche Aktieninstitut in einigen Punkten begrüßt. Da der Gesetzgeber beschlossen hat, eine gesetzliche Abfindungspflicht für den Fall des Delistings vorzusehen, halten wir es insbesondere für richtig, sich für die Höhe der Abfindung an den Börsenpreisen zu orientieren. Die Orientierung am Übernahmerecht ist naheliegend und angemessen. Auch die Verankerung der Regelung im Börsengesetz haben wir wegen der Sachnähe des Regelungsgegenstandes begrüßt.

Auch den vorgesehenen Rechtsschutz hält das Deutsche Aktieninstitut für sachgerecht. Im Geltungszeitraum der neuen Rechtslage gab es nach unserer Kenntnis nur eine geringe Anzahl von Delistings. Dass es hier zu einem besonderen Maß an Rechtsschutzbedarf auf Seiten der Anleger gekommen ist, ist uns nicht bekannt. Dementsprechend sehen wir aktuell auch keinen Bedarf, den Rechtsschutz auszubauen oder weiterzuentwickeln.

Kontakt

Dr. Gerrit Fey
Leiter Kapitalmarktpolitik
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-41
Fax + 49 69 92915-12
fey@dai.de
www.dai.de

Dr. Claudia Royé
Leiterin Kapitalmarktrecht
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-40
Fax + 49 69 92915-12
roye@dai.de
www.dai.de