

Leseprobe

Assmann
Uwe H. Schneider

WpHG

Assmann, Döhmel,
Hönsch, Koller,
Mülbert, Uwe H. Schneider,
Sethe, Vogel

6. Auflage

oVS Verlag
Dr. Otto Schmidt
Köln

Leseprobe

Einleitung

Schrifttum: *Assmann*, Interessenkonflikte und „Inducements“ im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie, ÖBA 55 (2007), 40; *Assmann*, Interessenkonflikte aufgrund von Zuwendungen, ZBB 2008, 21; *Baur*, Das neue Wertpapierhandelsrecht, Die Bank 1997, 346; *Baur/Wagner*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Neuerungen im Börsen- und Wertpapierhandelsrecht, Die Bank 2002, 530; *Beck*, Die Reform des Börsenrechts im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, BKR 2002, 662; *Becker*, Das neue Wertpapierhandelsgesetz, 1995; *Bedkowski*, Der neue Emittentenleitfaden der BaFin, BB 2009, 394; *Beiersdorf/Buchheim*, Verabschiedung des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie (TUG), BB 2007, 99; *Bosse*, Wesentliche Neuerungen ab 2007 aufgrund des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz für börsennotierte Unternehmen, DB 2007, 39; *Breuer*, Neues Leben für den Finanzplatz Deutschland, Die Bank 1994, 444; *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424; *Cahn*, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), 1; *Diekmann/Merkner*, Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – ein Überblick über den Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz, NZG 2007, 921; *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929; *Dier/Fürhoff*, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604; *Escher*, Bankaufsichtsrechtliche Änderungen im KWG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BKR 2002, 652; *Fenchel*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, DStR 2002, 1355; *Fleischer*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, 2977; *Fleischer*, Der deutsche „Bilanzeid“ nach § 264 Abs. 2 Satz 3 HGB, ZIP 2007, 97; *Fleischer*, Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, 185; *Fürhoff/Schuster*, Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts im Jahr 2002, BKR 2003, 134; *Gebauer/Wiedmann* (Hrsg.), Zivilrecht unter europäischem Einfluss, 2. Aufl. 2010; *Großmann/Nikoleyczik*, Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, DB 2002, 2031; *Hagen-Eck/Wirsch*, Gestaltung von Directors' Dealings und die Pflichten nach § 15a WpHG – Einschließlich gesteigerter Anforderungen nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), DB 2007, 504; *Happ*, Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes, JZ 1994, 240; *Heldt/Ziemann*, Sarbanes Oxley in Deutschland? Zur geplanten Einführung eines strafbewehrten „Bilanzeides“ nach dem Regierungsentwurf eines Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes, NZG 2006, 652; *Holzborn/Israel*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, WM 2004, 1948; *Hopt*, Zum neuen Wertpapierhandelsgesetz, WM-Festgabe für Hellner, WM-Sonderheft 1994, 29; *Hopt*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995), 135; *Hutter/Kaulamo*, Das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderung der anlassabhängigen Publizität, NJW 2007, 471; *Hutter/Kaulamo*, Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderung der Regelpublizität und das neue Veröffentlichungsregime für Kapitalmarktinformation, NJW 2007, 550; *von Ilberg/Neises*, Die Richtlinien-Vorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus der Sicht der Praxis, WM 2002, 635; *Jander/Zoberbier*, Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz mit der Neuregelung des Insiderrechts, WiB 1994, 806; *Jütten*, Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz aus der Sicht der Kreditwirtschaft, Die Bank 1993, 601; *Jütten*, Finanzplatz Deutschland wird attraktiver, Die Bank 1994, 34; *Jung*, Die Auswirkungen der 6. KWG-Novelle auf Anlagevermittler, (Börsen-)Makler und Vermögensverwalter, BB 1998, 649; *Jung/Schleicher*, Regelungen für Finanzdienstleister – Die 6. KWG-Novelle, 1998; *von Keussler*, Vom Grauen zum Weißen Kapitalmarkt, Berlin 2001; *Kasten*, Das neue Kundenbild des § 31a WpHG, BKR 2007, 261; *König*, Das Risikobegrenzungsgesetz – offene und gelöste Fragen, BB 2008, 1910; *Korff*, Das Risikobegrenzungsgesetz und seine Auswirkungen auf das WpHG, AG 2008, 692; *Kümpel*, Die künftige Kapitalmarktaufsicht und die europäische Rechtsangleichung, WM 1994, 229; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Langenbacher* (Hrsg.), Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 2. Aufl. 2008; *Meixner*, Neuerungen im Bankenaufsichts- und Kapitalmarktrecht, NJW 1998, 862; *Mielk*, Die wesentlichen Neuerungen der KWG-Novelle, WM 1997, 2220 (I.), 2237 (II.); *Möller*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Der Regierungsentwurf, WM 2001, 2405; *Mülbert*, An-

legerschutz bei Zertifikaten, WM 2007, 1149; Müller/Oulds, Transparenz im europäischen Fremdkapitalmarkt, WM 2007, 573; Nießen, Die Harmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzregeln durch das TUG, NZG 2007, 41; Noack, Neue Publizitätspflichten und Publizitätsmedien für Unternehmen – eine Bestandsaufnahme nach EHUG und TUG, WM 2007, 377; Pirner/Lebherz, Wie nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz publiziert werden muss, AG 2007, 19; Pöttsch, Der Diskussionsentwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, AG 1997, 193; Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, 2002; Riepe, Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, DStR 1994, 1236; Rodewald/Unger, Zusätzliche Transparenz für die europäischen Kapitalmärkte – Die Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie in Deutschland, BB 2206, 1917; Rozok, Tod der Vertriebsprovision oder Alles wie gehabt? Die Neuregelungen über Zuwendungen bei der Umsetzung der Finanzmarkt-richtlinie, BKR 2007, 217; Scharrenberg, Neue Rahmenbedingungen für das Wertpapiergeschäft, Sparkasse 1993, 484; Schlicht, Compliance nach Umsetzung der MiFID-Richtlinie – Wesentliche Änderungen oder gesetzliche Verankerung schon gelebter Praxis, BKR 2006, 469; Schlitt/Schäfer, Auswirkungen der Umsetzung der Transparenzrichtlinie und der Finanzmarkt-richtlinie auf Aktien- und Equity-Linked-Emissionen, AG 2007, 227; Uwe H. Schneider/Brouwer, Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten bei Finanzinstrumenten, AG 2008, 557; Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; Spindler, Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449; Spindler/Kasten, Organisationsverpflichtungen nach der MiFID und ihre Umsetzung, AG 2006, 785; Spindler/Kasten, Der neue Rechtsrahmen für den Finanzdienstleistungssektor – die MiFID und ihre Umsetzung, WM 2006, 1749 (I), 1797 (II); Spindler/Kasten, Änderungen des WpHG durch das Finanzmarkt-richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1245; Strieder/Amedick, Der Zwischenbericht als neues Instrument der Zwischenberichterstattung, DB 2007, 1368; Teuber, Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID) – Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick, BKR 2006, 429; Weber, Deutsches Kapitalmarktrecht im Umbruch, NJW 1994, 2849; Weber-Rey/Baltzer, Aufsichtsrechtliche Regelungen für Vermittler von Finanzanlagen und Vermögensverwalter nach der 6. KWG-Novelle, WM 1997, 2288; Weichert/Wenninger, Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, WM 2007, 627; Wiebke, Das neue Aufsichtsrecht für Finanzdienstleistungsunternehmen, DStR 1998, 491; Wiederhold/Pukallus, Zwischenberichterstattung nach dem Transparenz-Richtlinie-Umsetzungsgesetz – Neue Anforderungen an kapitalmarktorientierte Unternehmen aus der Sicht der Corporate Governance, Der Konzern 2007, 264; Wilsing/Goslar, Der Regierungsentwurf des Risikobegrenzungsgesetzes – ein Überblick, DB 2007, 2467; Zingel, Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BKR 2007, 173.

Inhaltsübersicht

<p>I. Das Wertpapierhandelsgesetz: Eine neue Ära in der rechtlichen Ordnung des Kapitalmarkts 1</p> <p>1. Entwicklungslinien des Kapitalmarktrechts 2</p> <p>2. Von der rechtsform- und institutionenbezogenen zur marktbezogenen Regelung des Kapitalmarkts. 9</p> <p>II. Entstehung, Anwendung und Weiterentwicklung des Wertpapierhandelsgesetzes 12</p> <p>1. Die Entstehung des Wertpapierhandelsgesetzes 12</p> <p>2. Die Weiterentwicklung des Wertpapierhandelsgesetzes (Novellierungen) 16</p>	<p>a) Bis zur Voraufgabe (5. Auflage) in Kraft getretene Änderungen des WpHG 17</p> <p>b) Änderungen des WpHG nach Erscheinen der Voraufgabe (5. Auflage). 40</p> <p>c) Rechtsverordnung gemäß § 34d Abs. 6 WpHG. 59</p> <p>d) Bevorstehende gesetzliche Änderungen des WpHG. 60</p> <p>3. Komplementäre Maßnahmen 62</p> <p>III. Zur Anwendung der Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes. 63</p> <p>1. Normkonkretisierende Maßnahmen und anwendungsbezogene Verlautbarungen der Aufsichtsbehörde 63</p>
---	---

<p>2. Allgemeine Auslegungsregeln 72</p> <p>3. Das Wertpapierhandelsgesetz als „angeglichesenes Recht“ 74</p>	<p>IV. Direkt anwendbares europäisches Recht 78</p> <p>V. Einrichtung eines Europäischen Finanzaufsichtssystems 79</p>
---	--

I. Das Wertpapierhandelsgesetz: Eine neue Ära in der rechtlichen Ordnung des Kapitalmarkts

Mit der Verabschiedung des WpHG im Juli 1994 wurde eine neue Ära in der rechtlichen Ordnung des deutschen Kapitalmarkts eingeleitet: Das WpHG etablierte auf breiter Ebene den bereits mit dem **VerkProspG** (von 1990) eingeleiteten Versuch, **den Kapitalmarkt als solchen** und nicht, wie zuvor, eine bestimmte Anlageart oder das Anlageangebot des in einer bestimmten Rechtsform organisierten Emittenten zum Gegenstand der gesetzgeberischen Regulierung des Markts für Risikokapital zu machen. Das WpHG löste damit ein Kapitalmarktrecht ab, dessen Regelungsperspektive als „rechtsform- und institutionenbezogen“ bezeichnet werden konnte: Kapitalmarktrecht war in Deutschland bis in die siebziger Jahre hinein gleichbedeutend mit denjenigen Regelungen, die sich auf Beteiligungen an Aktiengesellschaften und die bei der Emission entsprechender Beteiligungstitel mitwirkenden Institutionen bezogen. Seine Bestandteile waren dementsprechend das Aktienrecht, das Börsenrecht und Teile des Bankrechts. 1

1. Entwicklungslinien des Kapitalmarktrechts

Der rechtsformbezogene Ansatz zur Regelung des Kapitalmarkts hat seine Wurzel in dem Mitte des 19. Jahrhunderts einsetzenden **Industrialisierungsprozess**. Das für diesen erforderliche Kapital wurde zu einem erheblichen Teil über die neu aufkommenden Aktiengesellschaften gesammelt. Die öffentliche Emission von Aktien erfolgte unter Einschaltung von und maßgeblicher Unterstützung durch Banken. Die Einrichtung von Börsen als Voraussetzung für die Handelbarkeit (Fungibilität) der Beteiligungen an Aktiengesellschaften erleichterte die Platzierung der Aktien. Den zahlreichen Schwindelgründungen, Vertriebsbetrügereien und Börsenskandalen glaubte der Gesetzgeber durch strengere Vorschriften für die Gründung von Aktiengesellschaften (2. Aktienrechtsnovelle von 1884), durch eine einheitliche Ordnung des Börsenwesens (Börsengesetz von 1896) und durch die Beaufsichtigung der Banken als Gründungs- und Emissionshelfer gerecht werden zu können. 2

Verhielt sich die Entstehung von Kapitalmarktrecht in den anderen europäischen Ländern im Wesentlichen ähnlich, so begann sich die rechtliche Ordnung des Kapitalmarkts in einigen Ländern alsbald von der Ausrichtung auf die Aktiengesellschaft und die Aktie als Finanzierungsinstrument zu lösen. In Deutschland dagegen entwickelte sich Kapitalmarktrecht bis in die *sechziger Jahre* des 20. Jahrhunderts hinein weiter aus der Verbindung von Aktien-, Börsen- und Bankrecht. Die deutsche Nachkriegswirtschaft gab zunächst wenig Anlass, dies als Mangel zu empfinden: Zum einen fehlte es an anlagefähigen Ersparnissen, und zum anderen begünstigte die Gesetzgebung die Selbstfinanzierung der Unternehmen. 3

Die Folgen der tradierten rechts- und anlageformbezogenen Kapitalmarktordnung offenbarten sich erst *Anfang der siebziger Jahre*. Der rechtlich geordnete („organisierte“) Kapitalmarkt steht nur Aktiengesellschaften offen. Immer weniger Unternehmen sind indes in der Rechtsform der AG organisiert. Das lässt sich vor allem darauf 4

zurückführen, dass die AG (verstärkt durch die am Leitbild des Großunternehmens ausgerichtete Aktienrechtsreform von 1965) zu einer immer aufwendigeren Organisationsform und die Aktie zu einem immer aufwendigeren Finanzierungsinstrument wurde. Während sich so eine Entwicklung anbahnte, in der die Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen zunehmend zurückging, zeigte sich andererseits, dass es an anlagefähigem und anlagesuchendem Kapital derweilen nicht mangelte. Das machten sich Unternehmen zunutze, die dem Anleger Investitionsangebote unterbreiteten, welche erheblich höhere Renditen als etwa die Anlage in Aktien versprachen. Auf diese Weise entstand neben dem organisierten Aktien-Kapitalmarkt ein neues Kapitalmarktsegment.

- 5 Ohne den gesetzlichen Anforderungen ausgesetzt zu sein, wie sie die Inanspruchnahme des organisierten Kapitalmarkts mit sich bringt, fällt der Absatz der neuen Anlageprodukte leicht: Handelte es sich bei diesen zunächst um ausländische Investmentanteile, so konnte dieser Markt durch das im Gefolge des *IOS*-Skandals erlassene **AusInvestmG** weitgehend ausgetrocknet werden. Damit verschwand zwar eine bestimmte Anlageform, nicht aber die zu ihrem Absatz eingesetzte Vertriebsmethode und der von *IOS* ganz offenbar richtig erkannte Anlagebedarf: Der Zusammenbruch von *IOS* war die Geburtsstunde steuerbegünstigter Kapitalanlagen in Form von Kommanditanteilen an Publikumskommanditgesellschaften. Obwohl betrügerische Vertriebsmethoden und spektakuläre Unternehmenszusammenbrüche sowie damit einhergehende Anlegerschäden sehr schnell die Regelungsbedürftigkeit dieses Kapitalmarktsegments deutlich machten, glaubte der Gesetzgeber auf spezielle gesetzliche Maßnahmen verzichten zu können: Der seinerzeit unterbreitete Entwurf eines Vermögensanlagegesetzes fand nicht die erforderliche parlamentarische Mehrheit. Dies und die Undurchsichtigkeit des neuen Markts haben ihm den Namen des „grauen“ (oder auch „unorganisierten“) Kapitalmarkts eingetragen.
- 6 Damit war eine Zweiteilung des deutschen Kapitalmarkts begründet, die weltweit ohne Beispiel ist und bis heute fortbesteht. Dass sich der „graue“ Kapitalmarkt trotz der Untätigkeit des Gesetzgebers nicht im rechtsfreien Raum entwickeln würde, stand von vornherein fest. Doch war es erst die Rechtsprechung, die durch zahlreiche Maßnahmen richterlicher Rechtsfortbildung dafür sorgte, dass die einschlägigen bürgerlichrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Rechtsinstitute kapitalmarktlichen Regelungsbedürfnissen angepasst wurden und so den rechtlich gebotenen Kapitalanlegerschutz herbeiführen konnten.
- 7 Obwohl die Rechtsprechung auf diese Weise den Anlegerschutz auf dem „grauen“ Kapitalmarkt weitgehend demjenigen auf dem organisierten Kapitalmarkt anzugleichen vermochte, verfügt sie doch nicht über die Mittel, die dem Gesetzgeber zur Modernisierung kapitalmarktrechtlicher Regelungen zur Verfügung stehen. Unter Vernachlässigung des Regelungsgefälles zwischen organisiertem und nicht organisiertem Kapitalmarkt und den daraus resultierenden Folgen für die Wettbewerbsverhältnisse der auf diesen Märkten agierenden Emittenten richtete sich die Aufmerksamkeit des Gesetzgebers in der jüngsten Vergangenheit ganz auf den organisierten Kapitalmarkt.
- 8 Aber auch die bis dahin unbekannte Aktivität des Gesetzgebers auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts war weitgehend fremdinduziert: Teils war sie der Notwendigkeit geschuldet, kapitalmarktbezogene Richtlinien der EG in nationales Recht umzusetzen, teils stellte sie eine Reaktion auf die Vorwürfe des Auslands dar, der deutsche Finanzplatz sei rechtlich nur unzureichend geordnet. So oder so bewirkten die Maßnahmen der EG zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarkts sowie

der drohende Reputationsverlust des Finanzplatzes Deutschland einen Mitte der achtziger Jahre einsetzenden Modernisierungsschub in Bezug auf den organisierten Kapitalmarkt. Ließen sich die einzelnen Maßnahmen zunächst noch leidlich in den rechts- und anlageformbezogenen deutschen Regelungsansatz einpassen, so geht das WpHG mit den in ihm statuierten Regelungen über diesen Rahmen hinaus.

2. Von der rechtsform- und institutionenbezogenen zur marktbezogenen Regelung des Kapitalmarkts

Einen ersten Schritt in die Richtung einer marktbezogenen Regelung des Kapitalmarkts brachte schon das **VerkProspG**, welches das erstmalige öffentliche Angebot von Wertpapieren, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, von der Veröffentlichung eines Prospekts abhängig macht. Dieses Gesetz beschränkte sich jedoch zunächst im Wesentlichen darauf, die Börsenzulassungspublizität zu einer veritablen Vertriebspublizität für börsengehandelte oder dem Börsenhandel zumindest zugängliche Wertpapiere auszuweiten. Zudem stand es im weiten Feld rechtsformbezogener Regelungen noch als singuläre Maßnahme da, die faktisch allein den Vertrieb von Aktien und Aktienderivaten erfasste. Das hat sich mit dem AnSVG vom 28.10.2004 (s. Rz. 29 f.), welches auch den Vertrieb von Anlagen des „grauen“ Kapitalmarkts der Prospektpflicht nach dem VerkProspG unterwarf (§§ 8f ff. VerkProspG), geändert¹. Die den Vertrieb von Wertpapieren betreffenden Vorschriften des VerkProspG sind zwischenzeitlich allerdings, zusammen mit entsprechenden Bestimmungen des BörsG und der BörsZulVO, in das WpPG überführt worden. Eingeführt durch das Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 22.6.2005 regelt das WpPG die Prospektpublizität in Bezug auf alle Wertpapiere, die im Inland angeboten werden oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen (§§ 1, 3 Abs. 1, 3 WpPG).

Dagegen ist das **WpHG** in seinem durch § 1 WpHG umrissenen Anwendungsbereich bis heute auf den Markt für Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate sowie Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren und damit weitgehend auf den organisierten Kapitalmarkt beschränkt, weist aber schon mit seinen Maßnahmen zur Etablierung einer Kapitalmarktaufsicht und der Statuierung kapitalmarkt- und kundenbezogener Verhaltenspflichten von Finanzintermediären über diesen Rahmen hinaus. Zwar setzen die einzelnen Regelungen des Gesetzes tatbestandlich noch an fungiblen Kapitalanlagen („Finanzinstrumenten“ i.S. von § 1 Abs. 2b WpHG) an und vermögen damit die auf dem „grauen“ Kapitalmarkt angebotenen Anlageformen nicht zu erfassen, doch haben bereits die Novellierungen, die das WpHG mit dem Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (s. Rz. 19) erfahren hat, und erst recht die Änderungen des WpHG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.6.2002 (s. Rz. 26) und das AnSVG vom 28.10.2004 (s. Rz. 29 f.), gezeigt, dass seine Erweiterung von einem Wertpapierhandelsgesetz zu einem Kapitalanlagegesetz lediglich eine Frage des rechtspolitischen Willens und der Zeit ist.

In gleicher Weise, wie das WpHG als geeignet erscheint, auf das Marktsegment des „grauen“ Kapitalmarkts ausgedehnt zu werden², wird man es als **Zentrum einer**

¹ Hierzu und zum Folgenden s. *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 6 Rz. 2.

² *Assmann*, Referat, 64. DJT – Abteilung Wirtschaftsrecht, Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002, Bd. II/1, 2002, S. P 11, P 17 ff. Ein Teil des bisherigen „grauen“ Kapitalmarkts – wie etwa Dienstleistungen im Zusammenhang mit Warentermingeschäften, Devisen- und Devisentermingeschäften oder am *Over-the-Counter*-Markt gehandelten

markt- und vertriebsbezogenen Kapitalmarktregelung betrachten dürfen, in welches vorhandene kapitalmarktrechtliche Regelungen nach und nach integriert werden könnten. So gesehen hat das WpHG alle Anlagen, zu einer umfassenden Kodifikation des deutschen Kapitalmarktrechts zu werden. Es ist deshalb nicht verfehlt, dem WpHG für die Entwicklung des modernen marktbezogenen Kapitalmarktrechts die Stellung und Bedeutung zuzuweisen, welche dem Börsengesetz von 1896 für die rechtsform- und institutionenbezogene Ordnung des organisierten Kapitalmarkts zukam. Die Novellierungen des WpHG durch Art. 2 des 4. FFG vom 21.6.2002, Art. 1 des AnSVG vom 28.10.2004 und Art. 1 des FRUG vom 16.7.2007 bestätigen diesen Befund (s. dazu Rz. 26, 29 f. und 36).

II. Entstehung, Anwendung und Weiterentwicklung des Wertpapierhandelsgesetzes

1. Die Entstehung des Wertpapierhandelsgesetzes

- 12 Als Art. 1 des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes verfasst (BGBl. I 1994, 1749), entstand das WpHG als Bestandteil und Herzstück dieser umfangreichen gesetzgeberischen Maßnahme zur Neugestaltung der rechtlichen Grundlagen des Finanzplatzes Deutschland im Allgemeinen und des deutschen organisierten Kapitalmarkts im Besonderen. Neben dem Ziel, die rechtlichen Rahmenbedingungen der Finanzmärkte so zu modernisieren, dass sie international wettbewerbsfähig bleiben und „ihre volkswirtschaftlichen Funktionen zu jeder Zeit erfüllen“¹, diente das 2. FFG (und mit ihm das WpHG) aber auch dem Zweck, verschiedene Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarkts in nationales Recht umzusetzen.
- 13 Eine umfassende Transformation europäischen Sekundärrechts beanspruchte das 2. FFG im Hinblick auf die zwischenzeitlich aufgehobene Richtlinie **88/627/EWG** vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an

Derivaten – wurde aufgrund der vom Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 19 ff.) veranlassten Änderungen des WpHG auch von diesem erfasst. Andere Finanzdienstleistungen, die sich nicht auf fungible Wertpapiere beziehen, sind jedoch nach wie vor einer Beaufsichtigung nach Maßgabe des WpHG (und des KWG) entzogen und unterliegen insbesondere nicht den Verhaltenspflichten aus §§ 31 ff. WpHG. An Anläufen und Argumenten, den Gesetzgeber zu bewegen, auch den grauen Kapitalmarkt ordnend zu erfassen, hat es nicht gefehlt: S. Entwurf eines Gesetzes über den Vertrieb von Anteilen an Vermögensanlagen, BT-Drucks. 8/1405 v. 2.1.1978, S. 4; Gesetzentwurf des Bundesrates: Entwurf eines Gesetzes zur Ausübung der Tätigkeit als Finanzdienstleistungsvermittler sowie zur Einrichtung eines Beirats beim Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, BT-Drucks. 13/9721 v. 29.1.1998 (der auf die Initiative der Länder Niedersachsen und Saarland zurückging). S. auch Unterrichtung der Bundesregierung: Bericht der Bundesregierung zum „Grauen Kapitalmarkt“, BT-Drucks. 14/1633 v. 17.9.1999; Antwort der Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage (von Abgeordneten und der Fraktion der SPD, BT-Drucks. 12/5393), BT-Drucks. 12/5726 v. 21.9.1993; *Hopt*, Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes?, Gutachten G zum 51. Deutschen Juristentag, 1976, S. G 94 ff. Zum grauen Kapitalmarkt s. im Übrigen: *Finanzplatz e.V.*, Grauer Kapitalmarkt und unseriöse Geschäftspraktiken, 1999; *Hansen*, Der Graue Kapitalmarkt und seine Auswirkungen, AG (Report) 1999, R 115; *von Keussler*, S. 168 ff.

Zur beabsichtigten Erstreckung der §§ 31 ff. WpHG auf den Vertrieb bestimmter Anlagen des „grauen“ Kapitalmarkts durch das geplante Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts s. unten Rz. 58.

¹ BT-Drucks. 12/6679 v. 27.1.1994, S. 33.

einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen (sog. Beteiligungstransparenzrichtlinie¹) sowie die Richtlinie **89/592/EWG** vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte (sog. Insiderrichtlinie²)³. Sämtliche insoweit für erforderlich gehaltenen Umsetzungsmaßnahmen sind im WpHG enthalten. Darüber hinaus enthielt das WpHG bei seinem Erlass bereits eine partielle Umsetzung der Richtlinie **93/22/EWG** vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (sog. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie⁴; zur Restumsetzung der Richtlinie durch das sog. Umsetzungsgesetz 1997 s. unten Rz. 19 ff.).

Obwohl solchermaßen in das Korsett EG-rechtlicher Anforderungen an die Harmonisierung kapitalmarktrechtlicher Bestimmungen der Mitgliedstaaten gezwungen, bot sich dem deutschen Gesetzgeber noch hinreichend Spielraum für eigene Initiativen zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland und den beteiligten Kreisen hinreichend Stoff zur Auseinandersetzung über die zukünftige Gestalt und den rechtlichen Rahmen der deutschen Finanzmärkte. Eine wesentliche Leitlinie für den späteren Entwurf des 2. FFG lieferte in dieser Hinsicht die Verlautbarung „Konzept Finanzplatz Deutschland“ des Bundesministers der Finanzen vom 16.1.1992⁵. Für die Gestaltung der kapitalmarktaufsichtsrechtlichen Bestimmungen erlangte darüber hinaus der Beschluss des Gemeinsamen Arbeitskreises der Börsenfachminister der Länder und des Bundesministers der Finanzen („Konzept des Bundes und der Länder für die künftige Struktur der Wertpapierhandelsaufsicht“) vom 25.1.1993 grundlegende Bedeutung. 14

Vor diesem Hintergrund entstand schließlich ein Gesetz, das durch Maßnahmen 15

- zur Sicherung des Vertrauens der Anleger in die Integrität des Marktes und der Marktteilnehmer,
- zur Anpassung der Rahmenbedingungen im Börsenbereich an die Internationalisierung des Wertpapiergeschäfts, das Vordringen elektronischer Informations- und Handelssysteme sowie die damit eröffneten Möglichkeiten zur überregionalen Konzentration und
- zur Deregulierung kapitalmarktrelevanter Bestimmungen des BörsG, des KAGG, des AktG und des DepotG

die Funktions- und Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Finanzmärkte zu fördern und die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland zu steigern sucht⁶. Dabei schlugen sich die Maßnahmen zur Sicherung des Anlegervertrauens im Wesentlichen im WpHG nieder. In diesem fanden sich mit einzelnen Vorschriften über die internationale Zusammenarbeit nationaler Behörden zur Beaufsichtigung des Wertpapierhandels aber auch Regelungen, die auf die Internationalisierung des Wertpapiergeschäfts reagierten.

1 ABl. EG Nr. L 348 v. 17.12.1988, S. 62.

2 ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30.

3 Die Umsetzung dieser Richtlinien erfolgte mit erheblicher Verspätung: Die Frist zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie war bereits zum 1.1.1991 und diejenige der Insiderrichtlinie zum 1.6.1992 abgelaufen.

4 ABl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27.

5 Abgedruckt in WM 1992, 420.

6 Zur Zielsetzung des Gesetzes vgl. die Begründung des Regierungsentwurfs (BT-Drucks. 12/6679 v. 21.1.1994, S. 33 f.), den Bericht des Finanzausschusses (BT-Drucks. 12/7918 v. 15.6.1994, S. 92) und den Bericht des Haushaltsausschusses (BT-Drucks. 12/7919 v. 15.6.1994, S. 1).

Zur Entstehungsgeschichte des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes und zum Gang der Gesetzgebung ist auf die ausführliche Darstellung in der 5. Auflage Einleitung Rz. 16 ff. zu verweisen.

2. Die Weiterentwicklung des Wertpapierhandelsgesetzes (Novellierungen)

- 16 Seit seinem Erlass hat das WpHG mehrere **Novellierungen** erfahren. Diese werden nachfolgend untergliedert in solche bis zum Erscheinen der Voraufgabe (5. Auflage) des Kommentars (Rz. 17 ff.) und solche nach Erscheinen der Voraufgabe (5. Auflage) (Rz. 40 ff.). Für eine detaillierte Darstellung der Änderungen des Gesetzes bis zur Voraufgabe ist auf die Erläuterungen in der Einleitung Rz. 21–84 der 5. Auflage des Kommentars zu verweisen.

a) Bis zur Voraufgabe (5. Auflage) in Kraft getretene Änderungen des WpHG

- 17 – Eine erste, nur geringfügige Änderung des Gesetzes verband sich mit Art. 22 des **Jahressteuer-Ergänzungsgesetzes 1996 vom 18.12.1995**¹.
- 18 – Weitere punktuelle Änderungen des WpHG folgten aus Art. 16 des **Justizmitteilungsgesetzes vom 18.6.1997**².
- 19 – Eine weitreichende Novellierung des WpHG brachte demgegenüber Art. 2 des **Umsetzungsgesetzes vom 22.10.1997**³. Das Gesetz diente in erster Linie der Restumsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Rz. 13) sowie der Umsetzung der Kapitaladäquanzrichtlinie 93/6/EWG vom 15.3.1993⁴ und der BCCI-Folgerichtlinie 95/26/EG vom 29.6.1995⁵, setzte darüber hinaus aber auch eine Reihe weiterer Maßnahmen zur Modernisierung und Stärkung des Finanzplatzes Deutschland in Gang⁶. Diese schlossen u.a. eine Ausdehnung der Aufsicht über die Kapitalausstattung und das Marktverhalten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf andere Finanzdienstleister ein; damit wurden auch Teile des „grauen“ Kapitalmarkts der staatlichen Beaufsichtigung unterworfen⁷. Zu den Neuerungen des Umsetzungsgesetzes gehörten des Weiteren verschiedene deregulierende Maßnahmen zur Entlastung von Emittenten und solchen Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen⁸. Der Aufsichtsbehörde bescherte das Umsetzungsgesetz eine Reihe neuer Aufgaben, deren Bewältigung das seinerzeitige BAWe gleichsam zur Einleitung einer zweiten Aufbauphase zwang. Ausführlich 5. Aufl. Einl. Rz. 24 ff.

1 Gesetz zur Ergänzung des Jahressteuergesetzes 1996 und zur Änderung anderer Gesetze (JStErgG 1996) (BGBl. I 1995, 1959, 1966).

2 Gesetz über Mitteilungen der Justiz von Amts wegen in Zivil- und Strafsachen (JuMiG) (BGBl. I 1997, 1430, 1437).

3 Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtlicher Vorschriften (BGBl. I 1997, 2518, 2558) nebst Begleitgesetz (BGBl. I 1997, 2567). S. dazu auch: RegE, BR-Drucks. 963/96 und 964/96 v. 20.12.1996; Bundestags-Entschließung zu diesen Gesetzen v. 5.6.1997, BR-Drucks. 417/97 und 418/97 v. 13.6.1997; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 13/7627 v. 13.5.1997.

4 ABl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 1.

5 ABl. EG Nr. L 168 v. 18.7.1995, S. 7.

6 S. Begr. RegE, BR-Drucks. 963/96 v. 20.12.1996, S. 57 f.

7 S. auch von *Keussler*, S. 41 ff., 118 ff.

8 Vgl. Begr. RegE, BR-Drucks. 963/96 v. 20.12.1996, S. 57 f.

- Eine weitere Novellierung des WpHG von beträchtlicher Reichweite verband sich sodann mit dem **3. Finanzmarktförderungsgesetz (3. FFG) vom 24.3.1998**¹. Die Änderungen hatten zum Ziel, den organisierten Kapitalmarkt durch Integration von Meldepflichten unterschiedlicher gesetzlicher Provenienz sowie durch Liberalisierungen und Deregulierungen für in- und ausländische Marktteilnehmer effizienter und kostengünstiger zu gestalten. Darüber hinaus sollte der Anlegerschutz durch verbesserte Möglichkeiten der Marktbeaufsichtigung gestärkt werden². Lässt man diejenigen Maßnahmen beiseite, die der Deregulierung der Kapitalmarktregulierung und -beaufsichtigung dienen³, sind in Bezug auf das WpHG drei Reformbereiche hervorzuheben⁴: Die Harmonisierung der Mitteilungspflichten im Hinblick auf Veränderungen bedeutender Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften nach §§ 21 ff. WpHG und §§ 20, 21 AktG, die Verbesserung der wertpapierhandelsrechtlichen Marktbeaufsichtigung und die zeitliche Begrenzung der Haftung für fehlerhafte Information nach Maßgabe des neu eingefügten § 37a WpHG.
- Nur geringe Änderungen des Gesetzes ergaben sich aus Art. 5 des **Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27.4.1998**⁵. 21
- Die Änderungen, die das WpHG durch Art. 2 des **Gesetzes zur Umsetzung der EG-Einlagensicherungsrichtlinie und der EG-Anlegerentschädigungsrichtlinie vom 16.7.1998**⁶ erfuhr, waren ganz überwiegend redaktioneller Natur. Aufgrund von Art. 6b dieses Gesetzes wurde das WpHG jedoch am 9.9.1998⁷ **neu bekannt gemacht**. 22
- Lediglich geringfügige Änderungen des WpHG enthielten Art. 3 Abs. 6 des **Gesetzes zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes vom 21.12.2000**⁸ und Art. 93 der **Siebenten Zuständigkeitsanpassungs-Verordnung vom 29.10.2001**⁹. 23
- Die durch Art. 2 des **Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen vom 20.12.2001**¹⁰ veranlassten Änderungen des WpHG dienen überwiegend der Anpassung von Vorschriften des WpHG an das (durch Art. 1 des erstgenannten Gesetzes eingeführten) WpÜG. 24
- Die Vorschriften des Art. 4 des **Gesetzes über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22.4.2002**¹¹ zur Änderung des WpHG enthielten keine mate- 25

1 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) (BGBl. I 1998, 529, 536). S. dazu auch RegE, BR-Drucks. 605/97 v. 15.8.1997; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 13/9874 v. 11.2.1998. Zur Übersicht *Pöttsch*, AG 1997, 198.

2 RegE, BR-Drucks. 605/97, S. 58; *Pöttsch*, AG 1997, 193 f.; *Weisgerber*, Die Bank 1998, 200.

3 *Pöttsch*, AG 1997, 199.

4 Ausführlicher 2. Aufl. Einl. Rz. 40 ff.

5 BGBl. I 1998, 786, 792.

6 BGBl. I 1998, 1842, 1847.

7 BGBl. I 1998, 2708.

8 Gesetz zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes, insbesondere zur Durchführung der EG-Richtlinie 98/78/EG vom 27.10.1998 über die zusätzliche Beaufsichtigung der einer Versicherungsgruppe angehörenden Versicherungsunternehmen sowie zur Umstellung von Vorschriften auf Euro vom 21.12.2000, BGBl. I 2000, 1857, 1870.

9 BGBl. I 2001, 2785, 2804.

10 BGBl. I 2001, 3822, 3837.

11 BGBl. I 2002, 1310, 1327 ff.

riellrechtlichen Änderungen des WpHG¹ und beschränkten sich weitgehend darauf, die Bezeichnung der bisherigen Aufsichtsbehörde (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel – BAWe) durch diejenige der neuen (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) zu ersetzen. Hintergrund dieser Maßnahme war der Umstand, dass gemäß § 1 WpHG des Gesetzes über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtgesetz – FinDAG), welches als Art. 1 des Gesetzes über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht erging, die früher vom BAWe wahrgenommenen Überwachungsaufgaben nach dem WpHG mit dem 1.5.2002 auf die **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)** übergegangen waren. Diese war zum vorgenannten Zeitpunkt im Geschäftsbereich des Bundesministeriums der Finanzen durch Zusammenlegung des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen (BAKred), des Bundesaufsichtsamts für das Versicherungswesen und des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel (BAWe) als bundesunmittelbare, rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts errichtet worden. Ziel der Zusammenlegung dieser Behörden war es, in Deutschland eine neue staatliche Aufsicht über Banken, Versicherungsunternehmen und Finanzdienstleistungsinstitute zu schaffen, die sektorübergreifend den gesamten Finanzmarkt umfasst². Zur Errichtung einer **Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde** („European Securities and Markets Authority“ – ESMA) durch Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 vom 24.11.2010³ s. unten Rz. 82.

- 26 – Weitreichende Änderungen⁴ hat das WpHG durch das **Vierte Finanzmarktförderungsgesetz (4. FFG) vom 21.6.2002**⁵ erfahren⁶. Eingebettet in gesetzliche Maßnahmen, die dem Ziel dienen, die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland zu modernisieren und dem raschen Strukturwandel an den deutschen und internationalen Kapitalmärkten anzupassen⁷, enthält Art. 2 des 4. FFG eine Reihe von Bestimmungen, die das WpHG in bedeutenden Punkten ändern und seine Regelungen in vielerlei Richtung ausbauen. Zu den Schwerpunkten der Novellierung des WpHG durch das 4. FFG ist auf die Ausführungen in der 5. Aufl. Einl. Rz. 40 ff. zu verweisen.
- 27 – Die Änderung des WpHG durch Art. 4 des **Mineralölsteueränderungsgesetzes vom 23.7.2002**⁸ ist lediglich redaktioneller Natur. Das gilt auch für die durch Art. 70 der **Zuständigkeitsanpassungsverordnung vom 25.11.2003**⁹ vorgenommene An-

1 Vgl. RegE, BR-Drucks. 636/01 v. 17.8.2001, S. 112.

2 RegE Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht, BR-Drucks. 636/01 v. 17.8.2001, S. 1 = BT-Drucks. 14/7033 v. 5.10.2001. Die BaFin hat ihren Sitz in Bonn und in Frankfurt am Main (§ 1 Abs. 2 FinDAG). Für Klagen gegen die BaFin und in Verfahren nach dem OWiG gilt Frankfurt am Main als Sitz der Behörde (§ 1 Abs. 3 FinDAG). Der Geschäftsbereich „Wertpapieraufsicht/Asset-Management“ ist weiterhin in Frankfurt am Main angesiedelt; die Bankenaufsicht, einschließlich der institutionellen Beaufsichtigung der Wertpapierdienstleistungsinstitute, erfolgt durch den in Bonn ansässigen Geschäftsbereich „Bankenaufsicht“. S. zu dieser Aufgabenteilung auch 5. Aufl. § 1 Rz. 10.

3 ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 84.

4 Die weitere Änderung des WpHG durch Art. 4 Mineralölsteueränderungsgesetz vom 23.7.2002 (BGBl. I 2002, 2778) ist lediglich redaktioneller Natur.

5 BGBl. I 2002, 2010.

6 Zur Übersicht *Baur/Wagner*, Die Bank 2002, 530; *Großmann*, DB 2002, 2031; *Fleischer*, NJW 2002, 2977; *Möller*, WM 2001, 2405; *Reuschle*, Einf. Rz. 1 ff., insbes. 40 ff.

7 RegE 4. FFG, BR-Drucks. 936/01 (neu) v. 14.11.2001, S. 172.

8 BGBl. I 2002, 2778.

9 BGBl. I 2003, 2304, 2312.

passung der Vorschriften des WpHG an die Umbenennung des Ministeriums für Wirtschaft und Technologie in das Ministerium für Wirtschaft.

- Auch Art. 9 des **Investmentmodernisierungsgesetzes vom 15.12.2003**¹, das die Einführung des neuen (das KAGG und das AuslInvestmG ersetzenden) InvG bezweckte, führte im Wesentlichen nur zu redaktionellen Anpassungen des WpHG an das neue Investmentrecht. 28

- Art. 1 des **Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) vom 28.10.2004**², welches – neben der Einführung einer Prospektpflicht für nicht wertpapiermäßig verbriefte Anlagen des „grauen“ Kapitalmarkts – vor allem der Umsetzung der **Marktmissbrauchsrichtlinie** vom 28.1.2003³ sowie den zu dieser von der Kommission erlassenen **Durchführungsrichtlinien**⁴ dient, hat zu beträchtlichen und teils einschneidenden Änderungen des WpHG geführt. Hervorzuheben sind vor allem die Erweiterung des Anwendungsbereichs des WpHG durch den Begriff des Finanzinstruments in § 2b WpHG, weitreichende Änderungen des Insiderrechts, des Rechts der Ad-hoc-Publizität und des Verbots der Marktmanipulation sowie die Einführung der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach Maßgabe des neuen § 15b WpHG. Zu Einzelheiten s. die Ausführungen in der 5. Aufl. Einl. Rz. 49 ff. 29

Die auf das AnSVG zurückgehenden neuen Vorschriften des WpHG zum Insiderhandelsverbot und zum Verbot der Marktmanipulation wurden ergänzt durch die in den Mitgliedstaaten der EG unmittelbar geltende **Verordnung (EG) Nr. 2273/2003** über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme von Wertpapieren und Kursstabilisierungsmaßnahmen der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie⁵. Die VO legt (gemäß ihrem Art. 1) fest, welche Bedingungen Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen erfüllen müssen, um in den Genuss der in Art. 8 der Marktmissbrauchsrichtlinie vorgesehenen Ausnahmeregelung gelangen zu können. 30

- Nicht unbeträchtliche Änderungen des WpHG gehen auf Art. 3 des **BilKoG vom 15.12.2004**⁶ durch die Einfügung der §§ 37n–37u WpHG zurück. Diese Vorschriften 31

1 BGBl. I 2003, 2676.

2 BGBl. I 2004, 2630 ff. Zu den über die Änderungen des WpHG hinausgehenden Reformen des Kapitalmarktrechts durch das AnSVG s. die Übersichten bei *Bürgers*, BKR 2004, 424; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929; *Kuthe*, ZIP 2004, 883; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz; *Spindler*, NJW 2004, 3449 ff.

3 Richtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 ff.

4 Richtlinie 2003/124/EG vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EG Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 70; Richtlinie 2003/125/EG vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl. EG Nr. L 339 v. 24.12.2003, S. 73; Richtlinie 2004/72/EG vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen [...], ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70. S. auch Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme von Wertpapieren und Kursstabilisierungsmaßnahmen der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG, ABl. EG Nr. L 336 v. 23.12.2003, S. 33.

5 ABl. EG Nr. L 336 v. 23.12.2003, S. 33.

6 BGBl. I 2004, 3408, 3410 ff.

ten sind, zusammen mit §§ 342b–342e HGB, wesentlicher Bestandteil des neuen Systems zur Überwachung der Einhaltung der Rechnungslegungsvorschriften durch börsenzugelassene Unternehmen (vgl. § 342b Abs. 2 Satz 2 HGB).

- 32 – Art. 10a des **Gesetzes zur Neuordnung des Pfandbriefrechts vom 22.5.2005**¹ hatte nur eine geringfügige Änderungen weniger Vorschriften des WpHG zur Folge.
- 33 – Die **Neunte Zuständigkeitsanpassungsverordnung vom 31.10.2006**² passte Gesetze und Verordnungen an neue sächliche Bezeichnungen der Bundesministerien an.
- 34 – Auch das **Gesetz zur Umsetzung der neu gefassten Bankrichtlinie und der neu gefassten Kapitaladäquanrichtlinie vom 17.11.2006**³ brachte nur geringfügige, überwiegend redaktionelle Änderungen des WpHG mit sich.
- 35 – Umfangreiche und gewichtige Änderungen des WpHG und der WpAIV verbanden sich dagegen mit dem **Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007**⁴. Die von dem Gesetz ausgehenden Änderungen des WpHG sind im Zusammenhang mit dem ebenfalls der Umsetzung von Teilen der Transparenzrichtlinie⁵ (Rz. 13) dienenden Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) vom 10.11.2006⁶ zu sehen: Mit der Einführung eines Unternehmensregisters schafft dieses vor allem das von der Richtlinie verlangte amtlich bestellte System zur zentralen Speicherung der namentlich aufgrund entsprechender Vorschriften des WpHG von Unternehmen zu erbringenden Kapitalmarktinformationen. Zusammen genommen realisieren das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz und das EHUG das von der Transparenzrichtlinie angestrebte **neue Regime zur Publikation von Kapitalmarktinformationen**, namentlich von Insiderinformationen, Mitteilungen über Geschäfte von Personen mit Führungsaufgaben und von Personen, die mit diesen in enger Beziehung stehen (so genannte Directors' Dealings)⁷, Stimmrechtsanteilsänderungen, Finanzberichten und Angaben über jede Änderung der mit den Wertpapieren verbundenen Rechte (so genannte zusätzliche Angaben)⁸. Zugleich werden aber mit der Richtlinie und dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz zahlreiche

1 BGBl. I 2005, 1373, 1390 f.

2 BGBl. I 2006, 2407.

3 BGBl. I 2006, 2606.

4 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5.1.2007, BGBl. I 2007, 10.

5 Richtlinie 2004/109/EG vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38. Zur Durchführung der Richtlinie erging die Richtlinie 2007/14/EG, ABl. EG Nr. L 69 v. 8.3.2007, S. 27. Die Umsetzung der Durchführungsrichtlinie erfolgte durch Verordnung vom 13.3.2008 zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind (TranspRLDV), BGBl. I 2008, 408.

6 BGBl. I 2006, 2553.

7 Dazu insbesondere *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504.

8 So die Aufzählung im RegE Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/2498 v. 4.9.2006, S. 1, 26.

dieser Informationspflichten erst geschaffen oder neu gestaltet. Eine ausführliche Darstellung der Änderungen des WpHG durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz findet sich in der 5. Aufl. Einl. Rz. 62 ff.¹.

- Zumindest dem Umfang nach weitreichende Änderungen des WpHG gingen von dem **Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) vom 16.7.2007** aus². Bei der mit diesem Gesetz vorgenommenen Umsetzung sowohl der Finanzmarktrichtlinie³ als auch der Durchführungsrichtlinie⁴ zu derselben folgte der Gesetzgeber dem Prinzip der „Eins-zu-Eins-Umsetzung“⁵ und griff in vorhandene Regelungen nur insoweit ein, als die Umsetzung der Richtlinien dies verlangte. Die zahlreichen Unklarheiten und Ungereimtheiten der Richtlinien sind damit ungefiltert in die von der Änderung vor allem betroffenen WpHG, BörsG und KWG gelangt. Keiner Umsetzung bedurfte die zur Finanzmarktrichtlinie ergangene und in den Mitgliedstaaten der EU unwirksam geltende Durchführungsverordnung⁶, doch hat sie sich im FRUG insoweit niedergeschlagen als Vorschriften mit demselben Regelungsgehalt im WpHG und im BörsG aufzuheben waren. In der Sache beschränken sich die von dem FRUG ausgehenden Änderungen des WpHG weitgehend auf die Einführung von Verhaltens-, Organisations- und Informationsanforderungen an Handelsplattformen (so genannte multilaterale Handelssysteme und systematische Internalisierer) sowie die Änderungen und die Erweiterung des Anwendungsbereichs der Vorschriften des 6. Abschnitts des WpHG betreffend Verhaltenspflichten, Organisationspflichten und Transparenzpflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Zu Einzelheiten s. die Ausführungen in der 5. Aufl. Einl. Rz. 73 ff.
36

- Das **Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) vom 21.12.2007**⁷ bezweckt vor allem die Rückführung des Investmentrechts (InvG) auf die Regelungsvorgaben der so genannten OGAW-Richtlinie 85/611/EWG⁸ und die Umsetzung der (der Durch-
37

1 Zu den Änderungen des WpHG durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz s. auch *Beiersdorf/Buchheim*, BB 2007, 99; *Bosse*, DB 2007, 39; *Hutter/Kaulamo*, NJW 1007, 471; *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550; *Müller/Oulds*, WM 2007, 573; *Nießen*, NZG 2007, 41; *Noack*, WM 2007, 377; *Pirner/Lebherz*, AG 2007, 19; *Rodewald/Unger*, BB 2006, 1917; *Schlitt/Schäfer*, AG 2007, 227.

2 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG) vom 16.7.2007, BGBl. I 2007, 1330. Zu den Änderungen des WpHG durch das FRUG etwa *Spindler/Kasten*, WM 2007, 1245.

3 Richtlinie 2004/39/EG vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie/EG und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EG Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1 (so genannte MiFID).

4 Richtlinie 2006/73/EG vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EU Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 26.

5 RegE FRUG, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, S. 1, 52.

6 Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. EU Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 1.

7 BGBl. I 2007, 3089.

8 ABl. EG Nr. 375 v. 31.12.1985, S. 3.

führung dieser Richtlinie dienenden) Richtlinie 2007/16/EG¹. Die damit verbundenen Änderungen des WpHG sind Folgeänderungen der Novellierung des Investmentgesetzes und damit v.a. auch des Umstands, dass in dessen Zuge auch die Kreditinstitutseigenschaft von Kapitalanlagegesellschaften abgeschafft wurde.

- 38 – Rein redaktionelle Veränderungen des WpHG gingen aus Art. 11 des **Gesetzes zur Neuregelung der Telekommunikationsüberwachung und anderer verdeckter Ermittlungsmaßnahmen sowie zur Umsetzung der Richtlinie 2006/24/EG (VDSG) vom 21.12.2007** hervor².
- 39 – Änderungen von Vorschriften über die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften hat das **Risikobegrenzungs-gesetz vom 12.8.2008**³ mit sich gebracht. Zusammen mit dem Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) vom 12.8.2008⁴ sollte es unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschweren und die Risiken von Transaktionen am Finanzmarkt für die von diesen betroffenen Unternehmen sowie die Stabilität des Finanzsystems einschränken⁵. Dazu setzt das (am 19.8.2008 in Kraft getretene und im Hinblick auf die Änderungen des WpHG mit Übergangsvorschriften nach § 41 Abs. 4a-4c WpHG versehene) Risikobegrenzungs-gesetz vor allem auf eine Effektivierung der Transparenzvorschriften der §§ 21 ff. WpHG.

b) Änderungen des WpHG nach Erscheinen der Voraufgabe (5. Auflage)

- 40 Auch nach Erscheinen der Voraufgabe (5. Auflage) ist das WpHG durch verschiedene Gesetze geändert oder ergänzt worden.
- Art. 35 des **Jahressteuergesetzes 2009 vom 19.12.2008**⁶ brachte nicht mehr als eine marginale Änderung des § 46 Abs. 4 WpHG.
- 41 – Gemäß Art. 3 des **Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts (PfandBFEG) vom 20.3.2009**⁷ wird durch Ergänzung von § 2 Abs. 3 WpHG um einen Satz 3 die erlaubnispflichtige Anlageverwaltung i.S. von § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG der Finanzportfolioverwaltung hinsichtlich der §§ 9, 31 bis 34 und 34b bis 36b WpHG gleichgestellt. Dadurch soll sichergestellt werden, dass Finanzdienstleistungsinsti-

1 Richtlinie 2007/16/EG der Kommission vom 19.3.2007 zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen, ABl. EU Nr. L 79 v. 20.3.2007, S. 11.

2 BGBl. I 2007, 3198.

3 Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz), BGBl. I 2008, 1666. Zu diesem *König*, BB 2008, 1910. Zu einzelnen Aspekten der Änderung der §§ 21 ff. WpHG *Uwe H. Schneider/Brouwer*, AG 2008, 557; *Korff*, AG 2008, 681.

4 BGBl. I 2008, 1672.

5 Zu den Zielen des Gesetzes s. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drucks. 16/7438 v. 7.12.2007, S. 1, 8. Zum RegE und der Diskussion seiner Vorschläge, s. etwa *Diekmann/Merkner*, NZG 2007, 921; *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (196 ff.); *König*, BB 2008, 1910 (jeweils im Zusammenhang mit den verabschiedeten Änderungen); *Möllers/Holzner*, NZG 2008, 166; *Timmann/Birkholz*, BB 2007, 2749; *Wilsing/Goslar*, DB 2007, 2467. Maßgebliche Änderungen des Regierungsentwurfs gehen zurück auf die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 25.6.2008, BT-Drucks. 16/9778 v. 25.6.2008, S. 1.

6 BGBl. I 2008, 2794.

7 BGBl. I 2009, 607. Zur Änderung des WpHG durch das Gesetz s. auch RegE, BT-Drucks. 11/11130 v. 1.12.2008.

tute mit der Erlaubnis zur Anlageverwaltung bei der Ausübung dieser Tätigkeit die Wohlverhaltens- und Organisationspflichten nach Abschnitt 6 des WpHG einhalten müssen und den Meldepflichten des § 9 WpHG unterliegen. Dass die Anlageverwaltung nicht als eine Wertpapierdienstleistung i.S. des § 2 Abs. 3 WpHG definiert, sondern ihr nur im Hinblick auf die Anwendung bestimmter Vorschriften des WpHG gleichgestellt wird, hat systematische Gründe, denn der Begriff der Wertpapierdienstleistungen soll weiterhin nur die durch das Europäische Gemeinschaftsrecht harmonisierten, in Anhang I Abschnitt A der Finanzmarkttrichtlinie aufgeführten Tätigkeiten umfassen. Das hat vor allem zur Folge, dass Finanzdienstleistungsinstitute mit der Erlaubnis zur Anlageverwaltung keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 2 Abs. 4 WpHG darstellen, aber gleichwohl wie diese von der BaFin beaufsichtigt werden. Diesen Änderungen entsprechend wurden auch der Ordnungswidrigkeitstatbestand in § 39 Abs. 2 Nr. 10 WpHG geändert und dem § 39 WpHG ein neuer Abs. 2a und einer neuer Abs. 5 hinzugefügt.

- Art. 13 Abs. 3 des **Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes vom 25.5.2009**¹ ändert §§ 37v, 37y und 39 WpHG: Sämtliche Änderungen sind Folgeänderung zur Durchsetzung der Pflicht von Abschlussprüfern, Abschlussprüferinnen und Abschlussprüfungsgesellschaften aus Drittstaaten i.S. von § 134 Abs. 1 Satz 1 WPO, sich nach Maßgabe von § 134 Abs. 1 WPO in das bei der Wirtschaftsprüferkammer geführte Berufsregister (§§ 37 Abs. 1, 38 Nr. 4 WPO) eintragen zu lassen. Die Eintragungsbescheinigung der Wirtschaftsprüferkammer oder die Bestätigung der Wirtschaftsprüferkammer über die Befreiung von der Eintragungsverpflichtung ist gemäß den neuen §§ 37v Abs. 2 Nr. 4, 37y Nr. 1 WpHG in den Jahresfinanzbericht aufzunehmen und der Öffentlichkeit zur Verfügung zu stellen. Das Unterlassen der Offenlegung der Eintragungsbescheinigung über die Änderung stellt aufgrund der Ergänzungen von § 39 Abs. 2 Nrn. 24 und 25 WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar und kann mit einem Bußgeld geahndet werden. 42
- Mit den Änderungen von §§ 6 Abs. 2, 7 Abs. 1 Satz 1 WpHG durch Art. 5 des **Gesetzes zur Änderung des Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes und anderer Gesetze (EAEGuaÄndG) vom 25.6.2009**² werden im Wesentlichen die Regelungen zur Zusammenarbeit der BaFin mit Stellen im Ausland der aufgrund von Zusammenschlüssen und Kooperationen von Wertpapier- und Warenterminbörsen veränderten europäischen Börsenlandschaft angepasst. Das eröffnet der BaFin vor allem auch die Zusammenarbeit mit Stellen, die für eine Überwachung von Waren und Warenmärkten zuständig sind, wie etwa Regulierungsbehörden für den Energiemarkt. Die Änderungen der §§ 20a Abs. 4, 38 Abs. 2 WpHG bezwecken, das Verbot der Marktmanipulation des § 20a Abs. 1 bis 3 WpHG dergestalt auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren, ausländischen Zahlungsmitteln und Emissionsberechtigungen (i.S. des § 3 Abs. 4 Satz 1 des Treibhausgasemissionshandelsgesetzes) zu erstrecken, dass Verstöße gegen das Verbot in einer dem Bestimmtheitsgebot des Art. 103 Abs. 2 GG genügenden Weise bestraft werden können. 43
- Art. 6 des **Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarkt- und der Versicherungsaufsicht (FMVASTärkG) vom 29.7.2009**³ dehnt die Meldepflichten von Geschäften in Fi- 44

1 BGBl. I 2009, 1102. Zur Änderung des WpHG durch das Gesetz s. auch RegE, BR-Drucks. 344/08 v. 23.5.2008.

2 BGBl. I 2009, 1529. Zur Änderung des WpHG durch das Gesetz s. auch RegE, BT-Drucks. 16/12255 v. 16.3.2009, sowie Stellungnahme des Bundesrates, BR-Drucks. 170/09 v. 3.4.2009, und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks 16/13038 v. 14.5.2009.

3 BGBl. I 2009, 2305. Zur Änderung des WpHG durch das Gesetz s. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss), BT-Drucks. 16/13684 v. 1.7.2009.

nanzinstrumenten gegenüber der BaFin nach § 9 WpHG auf den Freiverkehr aus, um sicherzustellen, dass die auch für den Freiverkehr geltenden Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation (§§ 14, 12 Satz 1 Nr. 1; § 20a Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpHG) wirksamer überwacht werden können. Im Hinblick auf den Freiverkehr soll damit weitgehend und im Rahmen des nach der Finanzmarktrichtlinie Zulässigen die Rechtslage vor Inkrafttreten des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 wiederhergestellt werden. Mit diesen Änderungen verbinden sich auch geringe Folgeänderungen des § 39 WpHG.

- 45 – Das **Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung (SchVGEG) vom 31.7.2009**¹ enthält Änderungen der §§ 30b, 34, 37a, 39, 43 und 47 WpHG. Die weitreichendste Änderung ist der Wegfall der Verjährungsregel des § 37a WpHG (mit Übergangsregelung in § 43 WpHG) und die damit verbundene Anpassung der Verjährung von Schadensersatzansprüchen wegen fehlerhafter Anlageberatung an die allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Verjährungsregeln. Nicht minder bedeutsam sind die Änderungen des § 34 WpHG (mit Übergangsregelung in § 44 WpHG) durch Einfügungen der Absätze 2a und 2b, obwohl diese in der Sache nur eine Konkretisierung der allgemeinen Aufzeichnungspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 34 Abs. 1 WpHG enthalten. Der neue § 34 Abs. 2a WpHG verpflichtet ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, über jede Anlageberatung bei einem Privatkunden ein schriftliches Protokoll nach näherer Maßgabe der Bestimmung anzufertigen; die Verletzung der Pflichten aus § 34 Abs. 2a WpHG stellt (aufgrund der Einfügung der Nrn. 19a, 19b und 19c in § 39 Abs. 2 WpHG) eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit dar. Eine Ausfertigung des Protokolls ist dem Kunden nach dem neuen § 34 Abs. 2b WpHG auf dessen Verlangen herauszugeben.
- 46 – Den Verpflichtungen der Mitgliedstaaten aus der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des europäischen Parlaments und des Rates vom 16.9.2009 über Ratingagenturen² entsprechend, benennt Art. 1 des **Ausführungsgesetzes zur EU-Ratingverordnung vom 14.6.2010**³ die BaFin als die in Deutschland zuständige Behörde für die Aufsicht über die Ratingagenturen und erfasst Verstöße gegen die in der EU-Ratingverordnung festgelegten Pflichten als bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeiten. Ersteres erfolgt durch die Einfügung eines neuen Abschnitts 3a „Ratingagenturen“ und den hierunter gefassten neuen § 17 WpHG, Letzteres durch die Einfügung der neuen Absätze 2b und 3a in § 39 WpHG. Die damit zunächst der BaFin (in Kooperation mit CESR) zugewiesene Zuständigkeit vor allem der Bearbeitung von Registrierungsanträgen nach §§ 14 ff. der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (dazu § 17 Rz. 6, 8) ist zwischenzeitlich aufgrund der **Verordnung (EU) Nr. 513/2011** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.5.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen⁴ (s. auch unten Rz. 78) auf die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA (s. unten Rz. 82) als nunmehr ausschließlich zuständiger Behörde übergegangen (s. auch § 17 Rz. 10).

1 BGBl. I 2009, 2512. Zur Änderung des WpHG durch das Gesetz s. auch RegE, BT-Drucks. 16/12814 v. 20.4.2009; Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss), BT Drucks. 16/13672 v. 1.7.2009.

2 ABl. EU Nr. L 302 v. 17.11.2009, S. 1.

3 BGBl. I 2010, 786. Zur Änderung des WpHG durch das Gesetz s. auch RegE BR-Drucks. 33/10 v. 22.1.2010.

4 ABl. EU Nr. L 145 v. 31.5.2011, S. 30.

- Das **Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte (WpMiVoG) vom 21.7.2010**¹ ist Teil des Versuchs der Bewältigung der Folgen der 2008 einsetzenden globalen Finanzkrise. Mit den in Art. 1 des Gesetzes vorgesehenen Änderungen des WpHG reagiert es vor allem auf den Umstand, dass die Finanzkrise „mit der Ausweitung der Turbulenzen auf die Märkte für Staatsanleihen von Mitgliedstaaten der EU und die Volatilität des Euro noch einmal eine neue Dimension“ erreichte, um durch „das gesetzliche Verbot bestimmter potenziell krisenverstärkender Transaktionen und eine verbesserte Transparenz“ den negativen Marktentwicklungen entgegenzutreten². 47

Dies geschieht im Wesentlichen dadurch, dass durch die Einfügung eines neuen Abschnitts 5b „Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und bestimmten Schuldtiteln“ und die unter diesem Titel neu in das WpHG eingefügten (durch Änderungen des § 39 WpHG bußgeldbewehrten und in §§ 42a-42c WpHG mit Übergangsbestimmungen versehenen) §§ 30–30j WpHG bestimmte Transaktionen, die für die Stabilität der Finanzmärkte als eine Bedrohung angesehen werden, verboten (§§ 30h, 30j WpHG) und die Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen bestimmten Mitteilung- und Veröffentlichungspflichten (§ 30i WpHG) unterworfen werden. Neben dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe durch den neuen § 30h WpHG wird mit dem neuen § 30j WpHG vor allem der Abschluss von bestimmten ungedeckten Kreditausfallversicherungen auf Verbindlichkeiten von EU-Mitgliedstaaten (sog. Credit Default Swaps, CDS), die nicht der Absicherung eines entsprechenden Kredits (etwa in Gestalt von Ansprüchen aus Anleihen) dienen, untersagt. 48

Dem Gesetz vorausgegangen waren **Allgemeinverfügungen der BaFin vom 18.5.2010** zum „Verbot ungedeckter Leerverkäufe in gewisse Aktien“, zum „Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Schuldtiteln von Mitgliedsstaaten der EU, deren gesetzliche Währung der Euro ist, sowie in Aktien von zehn deutschen Unternehmen der Finanzbranche“ und zum „Verbot der Begründung oder des rechtsgeschäftlichen Eintritts in ein Kreditderivat, soweit keine nicht nur unwesentliche Risikoreduktion beim Sicherungsnehmer gegeben ist“³. Sämtliche Allgemeinverfügungen wurden nach dem Erlass des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte mit Wirkung vom 27.7.2010 widerrufen. Das Gesetz gibt dem Inhalt dieser Allgemeinverfügungen eine sichere rechtliche Grundlage. 49

- Aufgrund von Art. 7 des **Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie vom 19.11.2010**⁴ wurde § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 WpHG neu gefasst und in § 2a Abs. 1 Nr. 10 WpHG eine geringfügige Streichung vorgenommen. Dadurch wird ein Gleichlauf zu den entsprechenden, in Art. 1 Ziff. 1 lit. a aa und bb sowie 4. lit. c des Umsetzungsgesetzes enthaltenen Änderungen von § 1 Abs. 1a und § 2 Abs. 6 KWG hergestellt. Ziel der auf diese Weise in das WpHG ausstrahlenden Neufassung von § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG und gleichzeitiger Streichung des Satzes 3 dieser Bestimmung in ihrer alten Fas- 50

1 BGBl. I 2010, 945.

2 Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP BT-Drucks. 17/1952 v. 8.6.2010, S. 1.

3 Sämtliche abzurufen über die Website der BaFin unter den Rubriken Aufsichtsrechtssuche/Verfügungen/Wertpapieraufsicht oder über Google unter Eingabe der Stichworte: BaFin Allgemeinverfügung Leerverkäufe.

4 BGBl. I 2010, 1592. RegE, BT-Drucks. 17/1720 v. 17.5.2010.

sung ist es, „Finanzdienstleistungsinstituten, die das Factoring, das Finanzierungsleasing oder das Sortengeschäft betreiben und daneben keine anderen Finanzdienstleistungen erbringen, in Zukunft auch das Eigengeschäft in Finanzinstrumenten (ohne Dienstleistungskomponente) zu ermöglichen, ohne dass sie deswegen einer zusätzlichen Erlaubnis bedürfen und einem weiteren Aufsichtsregime unterworfen werden“¹. Das hat zur Folge, dass in § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 WpHG zukünftig neben dem Eigenhandel auch bestimmte Eigengeschäfte als Wertpapierdienstleistungen erfasst werden.

- 51 – Umfangreiche Änderungen des WpHG und damit verbunden auch der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) und der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) gehen aus Art. 1, Art. 5 bzw. Art. 6 des **Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 5.4.2011**² hervor. Die Änderungen von WpHG und WpAIV sind Teil des Versuchs, das mit der Finanzkrise verlorene Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte zurückzugewinnen und damit den Finanzplatz Deutschland zu stärken. Die damit angestrebte Verbesserung des Anlegerschutzes wird weniger durch eine Ausweitung und Durchsetzung individueller Ansprüche zu erreichen versucht als durch eine an „öffentlichen Interessen“ ausgerichtete Stärkung des „öffentlichen Anlegerschutzes“ in Gestalt der Effektivierung der Aufsicht über den Markt und insbesondere die Marktteilnehmer und deren Verhalten³. Die einer Verbesserung des „öffentlichen Anlegerschutzes“ dienenden Änderungen von WpHG und WpAIV konzentrieren sich auf **zwei Schwerpunkte**:
- 52 (1) Ein erster (Änderungen des § 31 WpHG, die Einfügung eines neuen § 34d WpHG, eine entsprechende Ergänzung der Bußgeldvorschriften des § 39 WpHG sowie Änderungen des § 12 WpDVerOV) umfassender Schwerpunkt liegt in der Gewährleistung einer anlegergerechten, d.h. ausschließlich an den Kundeninteressen orientierten **Anlageberatung**. Dem liegt die Annahme zugrunde, gerade in der Finanzkrise habe sich gezeigt, dass das Gebot der anlegergerechten Beratung in der Beratungspraxis nicht ausreichend zur Geltung komme; vielmehr habe sich in der öffentlichen Diskussion der Eindruck verfestigt, die Beratungsleistung der Institute sei wesentlich durch Vertriebsvorgaben und Provisionsinteressen beeinflusst, während Kundeninteressen nur eine untergeordnete Rolle spielten⁴.
- 53 Im Wesentlichen sind es **drei Ansatzpunkte**, mit denen der Falschberatung entgegengewirkt werden soll: Zum einen ist der Anleger, um ihn besser über Finanzprodukte zu informieren, zukünftig anhand eines kurzen und leicht verständlichen **Informationsblatts** über die wesentlichen Merkmale eines Finanzinstruments zu informieren (§ 31 Abs. 3 Satz 4 n.F. WpHG, § 5a WpDVerOV). Zum anderen werden der BaFin zusätzliche Möglichkeiten eingeräumt, um **Verstöße gegen die Gebote der anlegergerechten Beratung** und der Offenlegung von Provisionen als Ordnungswidrigkeiten **zu ahnden**; dazu gehört etwa die Möglichkeit, bei Verstößen gegen anlegerschützende Vorschriften, Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Einsatz bestimmter Personen in der Anlageberatung für einen bestimmten Zeitraum untersagen zu können (§ 34d Abs. 4 WpHG). Schließlich sollen Berater,

1 RegE, BT-Drucks. 17/1720 v. 17.5.2010, S. 31.

2 BGBl. I 2011, 538. Zur Änderung des WpHG durch das Gesetz s. auch RegE, BT-Drucks 17/3628 v. 8.11.2010.

3 RegE, BT-Drucks 17/3628 v. 8.11.2010, S. 17.

4 RegE, BT-Drucks 17/3628 v. 8.11.2010, S. 1.

Verantwortliche für Vertriebsvorgaben und die sog. Compliance-Funktion **bei der BaFin registriert** und ihre **angemessene Qualifikation nachgewiesen** werden, um auch in diesem Falle (nach § 34d Abs. 4 WpHG) bei mangelnder Qualifikation der Mitarbeiter deren Einsatz untersagen zu können.

- (2) Einen weiteren Schwerpunkt der Änderungen des WpHG und der WpAIV 54 durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz stellt die **Einführung neuer Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten** für bislang nicht erfasste Transaktionen dar. Durch Änderungen des § 25 WpHG und die Einfügung eines neuen § 25a WpHG soll verhindert werden, dass weiterhin in intransparenter Weise große Stimmrechtspositionen aufgebaut werden können, ohne dass die BaFin, der Markt oder Emittenten darüber frühzeitig in Kenntnis gesetzt werden. Die neuen Meldevorschriften haben insbesondere Finanzinstrumente zum Gegenstand, die lediglich einen Zahlungsausgleich, jedoch kein Recht auf den Erwerb von Aktien vorsehen. Erfasst werden aber auch Stillhalterpositionen von Verkaufsoptionen, Rückforderungsansprüche des Darlehensgebers eines Wertpapierdarlehens und Rückkaufvereinbarungen bei Pensionsgeschäften darstellende sog. Repo-Geschäfte (*Sale and Repurchase Agreements*). Den neuen Meldepflichten aus § 25a WpHG sind im Wesentlichen auch die (in der Einfügung eines neuen Absatzes 4 in § 17 WpAIV zum Ausdruck kommenden) Änderungen der WpAIV nach Maßgabe von Art. 6 des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes geschuldet.
- Bei den Änderungen, die §§ 22, 27a, 31, 33b WpHG durch das Gesetz zur Um- 55
setzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (**OGAW-IV-Umsetzungsgesetz**) vom **22.6.2011**¹ erfahren haben, handelt es sich um rein redaktionelle Änderungen, welche den Namen der neuen Richtlinie 2009/65/EG an die Stelle der alten OGAW-Richtlinie 85/611/EWG vom 20.12.1985 setzen.
 - Weitere Änderungen des WpHG verbanden sich mit Art. 12 des **Gesetzes zur An- 56
passung der Rechtsgrundlagen für die Fortentwicklung des Emissionshandels vom 21.7.2011** (marginale redaktionelle Änderungen in § 20a Abs. 4 Nr. 2 und § 38 Abs. 2 Nr. 1 und Nr. 3)² und dem **Gesetz zur Neuregelung energiewirtschaftlicher Vorschriften vom 26.7.2011** (Einfügung eines neuen § 7b WpHG über die Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission im Rahmen des Energiewirtschaftsgesetzes)³.
 - Zwischenzeitlich verabschiedet und verkündet wurde auch das **Gesetz zur Umset- 57
zung der Richtlinie 2010/78/EU vom 24. November 2010 im Hinblick auf die Errichtung des Europäischen Finanzaufsichtssystems** vom 4.12.2011 (BGBl. I 2011, 2427). Auf Empfehlung des Finanzausschusses (BT-Drucks. 17/7508 v. 26.10.2011, S. 1 ff.) hatte der Bundestag den Entwurf des Gesetzes (BT-Drucks. 17/6255 v. 22.6.2011, S. 1 ff.) am 27.10.2011 mit den Stimmen aller Fraktionen in geänderter Fassung angenommen. Die Schaffung des Europäischen Finanzaufsichtssystems (European System of Financial Supervision – ESFS) und die Errichtung der drei Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (dazu unten Rz. 82) „sowie die Notwendigkeit, ein reibungslos funktionierendes Europäisches Finanzaufsichtssystem zu gewährleisten, machten auch Änderungen der EU-Richtlinien im Finanzmarkt-

1 BGBl. I 2011, 1126.

2 BGBl. I 2011, 1475 (1501).

3 BGBl. I 2011, 1554 (1593).

bereich erforderlich¹. Sämtliche der erforderlichen Änderungen² wurden mit der Richtlinie 2010/78/EU vorgenommen, die die Befugnisse der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden und deren Zusammenarbeit mit den nationalen Aufsichtsbehörden im Europäischen Finanzaufsichtssystem näher bestimmt. Die Umsetzung dieser so genannten Omnibusrichtlinie I in das deutsche Recht erfolgt durch das Umsetzungsgesetz, dessen Verabschiedung im WpHG vor allem zu Änderungen der Regelungen des § 7 WpHG über die Zusammenarbeit mit zuständigen Stellen im Ausland und zur Einfügung eines neuen § 7a WpHG über die Zusammenarbeit mit der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA (s. unten Rz. 82) führt und weitere Folgeänderungen in §§ 8, 29a, 30f, 32b, 36a, 37z, 40b WpHG mit sich bringt.

- 58 – Das am 27.10.2011 auf Empfehlung des Finanzausschusses³ angenommene **Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts** vom 6.12.2011 (BGBl. I 2011, 2481) dient vor allem der Verbesserung des Anlegerschutzes im Bereich des „grauen“ Kapitalmarkts durch die Verbreiterung der Informationsbasis für Anlageentscheidungen, eine „schärfere Produktregulierung“ sowie erhöhte Anforderungen an den Vertrieb von Kapitalanlagen. Die damit verbundenen aufsichtsrechtlichen Anforderungen sind weitreichend, die Eingriffe in das WpHG dagegen – rein mengenmäßig – eher gering. Durch Änderung des § 2 Abs. 2b WpHG werden Vermögensanlagen i.S. des (durch Art. 1 des Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts einzuführenden und an die Stelle des VerkPospG tretenden) Vermögensanlagengesetzes – mit Ausnahme von Anteilen an einer Genossenschaft i.S. von § 1 des Genossenschaftsgesetzes und den von Einlagenkreditinstituten ausgegebenen einfachen Namensschuldverschreibungen (wie etwa „Sparbriefe“) – zu den Finanzinstrumenten hinzugefügt. Das hat zur Folge, dass (nicht durch die neuen Ausnahmeregelungen in § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG ausgenommene) Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen im Zusammenhang mit diesen Vermögensanlagen erbringen, als Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu qualifizieren sind und die Vorschriften der §§ 31 ff. WpHG zu beachten haben. Das wiederum bewirkt, „dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen künftig auch bei der Anlageberatung und der Vermittlung von Vermögensanlagen im Sinne des Vermögensanlagengesetzes die Verhaltens- und Organisationspflichten des 6. Abschnitts des Wertpapierhandelsgesetzes“ und damit „insbesondere das Gebot der anlegergerechten Beratung, die Offenlegung von Provisionen und das Führen eines Beratungsprotokolls“ zu beachten haben⁴. Weitere, eher geringfügige Änderungen betreffen § 2a Abs. 1 WpHG, demzufolge bestimmte Unternehmen nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten, sowie § 6 Abs. 2 WpHG und § 8 Abs. 1 WpHG. Die Maßnahmen zur Beaufsichtigung von Ratingagenturen und zur Errichtung des Europäischen Finanzaufsichtssystems

1 RegE, BT-Drucks. 17/6255 v. 22.6.2011, S. 1.

2 Es handelt sich um Änderungen der Bankenrichtlinie (2006/48/EG), der Kapitaladäquanzrichtlinie (2006/49/EG), der Finanzkonglomeraterichtlinie (2002/87/EG), der Richtlinie über Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (2003/41/EG), der Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG), der Finanzmarkttrichtlinie (MiFID) (2004/39/EG), der Prospektrichtlinie (2003/71/EG), der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (98/26/EG), der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG), der Geldwäscherichtlinie (2005/60/EG) sowie der OGAW-Richtlinie (2009/65/EG).

3 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 17/7453 v. 25.10.2011, S. 1 ff., zum RegE, BT-Drucks. 17/6051 v. 6.6.2011, S. 1 ff.

4 RegE, BR-Drucks. 209/11 v. 15.4.2011, S. 67.

(Rz. 46, 57, 82) haben Folgeänderungen des § 17 WpHG über die Überwachung von Ratingagenturen sowie des § 39 WpHG (Aufhebung der Nummern 1–4 und 7–42 in Abs. 2b, Streichung des Abs. 3a) und des § 42b WpHG (Ergänzung um einen Abs. 3) mit sich gebracht. Die Einfügung eines neuen Abs. 2a in § 38 WpHG und eines neuen Abs. 2c in § 39 WpHG bewirkt, dass die in der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie (Rz. 29) geregelten nationalen Sanktionsmöglichkeiten auch auf Verstöße gegen die Artt. 37 bis 42 der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010 (EU-Versteigerungsverordnung) (ABl. EU Nr. L 302 v. 18.11.2010, S. 1) Anwendung finden. Unter den Änderungen des § 39 WpHG ist weiter hervorzuheben, dass aufgrund der Hinzufügung eines neuen Buchstaben c zu § 39 Abs. 2 Nr. 15a WpHG auch die unterlassene Bereitstellung der Vermögensanlagen-Informationenblätter nach Maßgabe eines neuen § 31 Abs. 3a Satz 4 i.V.m. Satz 1 WpHG im Rahmen der Anlageberatung bußgeldbewehrt sind.

c) Rechtsverordnung gemäß § 34d Abs. 6 WpHG

Der durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 5.4.2011 (Rz. 51) neu in das WpHG eingefügte § 34d WpHG (Rz. 52) regelt den **Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte oder als Compliance-Beauftragte**. Nach zukünftiger, am 1.11.2012 in Kraft tretender Bestimmung von § 34d Abs. 1 bis 5 WpHG (Art. 9 Abs. 4 des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes) werden ab diesem Zeitpunkt bestimmte Mitarbeiter von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur dann mit bestimmten Tätigkeiten betraut werden dürfen, wenn sie sachkundig sind und über die erforderliche Zuverlässigkeit verfügen. Darüber hinaus werden diese Mitarbeiter der BaFin anzuzeigen sein. Und schließlich sind von diesem Zeitpunkt ab Kundenbeschwerden auf Grund der Tätigkeit eines Mitarbeiters in der Anlageberatung der BaFin anzuzeigen. Die Regelung von Einzelheiten überlässt die Vorschrift einer **Rechtsverordnung**: Nach **§ 34d Abs. 6 Satz 1 WpHG** kann das BMF durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrats bedarf, die näheren Anforderungen an (1) den Inhalt, die Art, die Sprache, den Umfang und die Form der Anzeigen nach den Abs. 1, 2 oder 3, (2) die Sachkunde und die Zuverlässigkeit nach Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 und Abs. 3 Satz 1 sowie (3) den Inhalt der Datenbank nach Abs. 5 und die Dauer der Speicherung der Einträge einschließlich des jeweiligen Verfahrens regeln; eine weitere Regelungsermächtigung enthält § 34d Abs. 6 Satz 2 WpHG. Das BMF hat diese Ermächtigung durch Rechtsverordnung gemäß dieser ihr in § 34d Abs. 6 Satz 3 WpHG eingeräumten Befugnis auf die **BaFin** übertragen, die ihrerseits die **Rechtsverordnung** inzwischen vorgelegt hat¹.

d) Bevorstehende gesetzliche Änderungen des WpHG

Wiederum war bei Abschluss der Arbeiten an dieser Auflage des Kommentars die **Verabschiedung verschiedener Gesetze absehbar**, die Veränderungen der Vorschriften des WpHG mit sich bringen würden, deren Verabschiedungszeitpunkt aber weder exakt bestimmbar noch sinnvollerweise abzuwarten war. Noch in der Umbruchphase des Kommentars hat der Bundestag am 27.10.2011 das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2010/78/EU vom 24. November 2010 im Hinblick auf die Errichtung des Europäischen Finanzaufsichtssystems (s. oben Rz. 57) sowie das Gesetz zur Novel-

¹ WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung vom 21.12.2011 (BGBl. I 2011, 3116) (Text im Anhang § 34d Rz. 43).

lierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts (s. oben Rz. 58) verabschiedet. Beide Gesetze konnten noch an Ort und Stelle des Kommentars eingearbeitet werden. Vom Bundestag am 10.11.2011 angenommen wurde auch das **Gesetz zur Änderung von Vorschriften über Verkündung und Bekanntmachungen sowie der Zivilprozessordnung, des Gesetzes betreffend die Einführung der Zivilprozessordnung und der Abgabenordnung**¹. Das Gesetz hat bloße redaktionelle Folgeänderungen in den §§ 29, 30b, 30i, 35, 37i, 37k, 37o, 37q und 42b WpHG zur Folge und bringt die Aufhebung von § 46 Abs. 4 WpHG mit sich².

- 61 Anders verhält es sich dagegen mit dem Regierungsentwurf des **Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes** vom 30.11.2011³. Mit dem Umsetzungsgesetz soll die Richtlinie 2010/73/EU vom 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind (ABl. EU Nr. L 327 v. 11.12.2010, S. 1) in nationales Recht umgesetzt werden. Die Änderungsrichtlinie ist aus der pflichtgemäßen Überprüfung der in ihr angeführten und geänderten Richtlinien hervorgegangen. In deren Rahmen wurden „im Zusammenhang mit dem Aktionsprogramm der Europäischen Kommission zur Verringerung der Verwaltungslasten in der Europäischen Union Bereiche identifiziert, die der Überarbeitung bedürften. So sollte zum einen der bürokratische Aufwand für Emittenten und Finanzintermediäre verringert werden. Zum anderen sollten die Klarheit und Effizienz bestimmter Regelungen erhöht und der Anlegerschutz verbessert werden“⁴. Zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie werden neben dem WpPG und dem BörsG auch Vorschriften des WpHG und der WpAiV angepasst werden. Diesbezügliche Änderungen sehen namentlich die Herstellung eines Gleichlaufs zwischen dem Begriff des qualifizierten Anlegers nach dem WpPG und jenem des professionellen Kunden nach dem WpHG sowie eine Reihe redaktioneller Anpassungen an die geplanten Änderungen des WpPG vor.

3. Komplementäre Maßnahmen

- 62 Darüber hinaus finden sich **Gesetze, Verordnungen und Grundsätze**, die das Wertpapierhandelsgesetz im Hinblick auf die **Implementierung** seiner Regelungen und die **Überwachung** der Einhaltung seiner Vorschriften durch die Aufsichtsbehörde ergänzen. Diesbezüglich sind insbesondere anzuführen:
- Das Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG) i.d.F. der Bekanntmachung vom 22.4.2002⁵, zuletzt geändert durch Art. 4 des Gesetzes vom 1.3.2011⁶.
 - Das Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz – KapMuG) i.d.F. der Bekanntmachung vom

1 BR-Drucks. 747/11 v. 25.11.2011.

2 S. im Einzelnen Art. 2 Nr. 44 RegE, BR-Drucks. 747/11 v. 25.11.2011, S. 8.

3 Inzwischen wurde das Gesetz verkündet: Gesetz vom 22.12.2011 (BGBl. I 2011, 3044).

4 RegE Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes vom 30.11.2011, S. 1 (A.).

5 BGBl. I 2002, 1310.

6 BGBl. I 2011, 288.

16.8.2005¹, zuletzt geändert durch Gesetz zur Einführung einer Musterwiderrufs-information für Verbraucherdarlehensverträge, zur Änderung der Vorschriften über das Widerrufsrecht bei Verbraucherdarlehensverträgen und zur Änderung des Darlehensvermittlungsrechts vom 24.7.2010².

- Die Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFinBefugV) vom 13.12.2002³, zuletzt geändert durch Art. 1 der Verordnung vom 26.6.2011⁴.
- Die Verordnung über die Satzung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 29.4.2002⁵ und die auf dieser beruhende Satzung⁶.
- Die Verordnung über die Erhebung von Gebühren und die Umlegung von Kosten nach dem Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAGKostV) vom 29.4.2002⁷, zuletzt geändert durch Art. 1 der Verordnung vom 8.6.2011⁸.
- Grundsätze für die Ausübung der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) über die BaFin⁹.

III. Zur Anwendung der Bestimmungen des Wertpapier-handelsgesetzes

1. Normkonkretisierende Maßnahmen und anwendungsbezogene Verlautbarungen der Aufsichtsbehörde

Seit dem Erlass des WpHG ist die Anwendung seiner Bestimmungen von **Unsicherheiten** geprägt, die vor allem auf die Verwendung zahlreicher unbestimmter Rechtsbegriffe zurückgehen. Der BaFin, die angesichts dessen immer wieder zu autoritativen Stellungnahmen zur **Auslegung** oder zumindest zu der von ihr praktizierten **Handhabung** einzelner Bestimmungen aufgerufen wird, obliegt zwar die Überwachung der Einhaltung der Vorschriften des WpHG, doch ist die Behörde rechtlich nicht in der Lage, Gerichten oder Staatsanwaltschaften die Auslegung der einzelnen Bestimmungen des Gesetzes oder der von ihr selbst im Rahmen ihrer Verordnungskompetenzen erlassenen Verordnungen vorzugeben. Weder die in Richtlinien der BaFin¹⁰ zum Ausdruck kommende Normanwendung noch die mittels Schreiben der Behörde mitgeteilten Auslegungsentscheidungen der Aufsichtsbehörde vermögen die Gerichte zu binden. Im Rahmen der ihr zur Verfügung stehenden Möglichkeiten hat sich die BaFin jedoch bemüht, **Rechtssicherheit** bei der Anwendung der Bestimmungen des WpHG zu schaffen. Dabei bringen die diesbezüglichen Verlautbarungen der BaFin zumindest eine Selbstbindung der Behörde mit sich, indem sie den Beurteilungs-

1 BGBl. I 2005, 2437.

2 BGBl. I 2010, 977.

3 BGBl. I 2003, 3.

4 BGBl. I 2011, 1197.

5 BGBl. I 2002, 1499. Ergangen aufgrund des § 5 Abs. 2 und 3 des FinDAG vom 22.4.2002 (BGBl. I 2002, 1310).

6 Zuletzt geändert durch Art. 15 Abs. 87 des Gesetzes v. 5.2.2009, BGBl. I 2009, 160.

7 BGBl. I 2002, 1504, 1847. Ergangen aufgrund des § 14 Abs. 2 Satz 1 und 2 und Abs. 3 des FinDAG vom 22.4.2002 (BGBl. I 2002, 1310) i.V.m. dem 2. Abschnitt des VwKostG vom 23.6.1970 (BGBl. I 1970, 821).

8 BGBl. I 2011, 1054.

9 Stand: 16.2.2010. Abrufbar von der Website der BaFin www.bafin.de unter den Rubriken: Die BaFin/Grundlagen.

10 Vgl. die Erläuterungen in § 35 Rz. 6 m.w.N.

spielraum derselben begrenzen¹. Allseits bindendes Recht stellen dagegen die Verordnungen dar, welche das Finanzministeriums bzw. die BaFin (nach Maßgabe der BaFinBefugV vom 13.12.2002, s. oben Rz. 62) auf der Grundlage entsprechender Ermächtigungen im WpHG erlassen haben.

64 Zur Konkretisierung und Ergänzung der Bestimmungen des WpHG sind folgende **Verordnungen** in Kraft:

- Die Verordnung über die Meldepflichten beim Handel mit Wertpapieren und Derivaten (Wertpapierhandel-Meldeverordnung – WpH MV) i.d.F. der Bekanntmachung vom 21.12.1995², zuletzt geändert durch die Dritte Verordnung zur Änderung der Wertpapierhandel-Meldeverordnung vom 18.12.2007³.
- Die Verordnung über die erforderlichen Angaben und vorzulegenden Unterlagen bei einem Erlaubnisantrag nach § 37i des Wertpapierhandelsgesetzes und einer Anzeige nach § 37m des Wertpapierhandelsgesetzes (Marktzugangsangabenverordnung – MarktAngV) i.d.F. der Fassung der Bekanntmachung vom 30.9.2004⁴, zuletzt geändert durch Verordnung vom 24.10.2007⁵.
- Die Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13.12.2004⁶, zuletzt geändert durch Gesetz vom 5.4.2011⁷.
- Die Verordnung über die Prüfung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 36 WpHG (Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung – WpDPV) i.d.F. der Bekanntmachung vom 16.12.2004⁸, zuletzt geändert durch Verordnung vom 24.10.2007⁹.

1 S. § 35 Rz. 6.

2 BGBl. I 1995, 2094; BGBl. I 1996, 220. Ergangen aufgrund des § 9 Abs. 3 und 4 und des § 41 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes vom 26.7.1994 (BGBl. I 1994, 1749) i.V.m. § 1 der Verordnung zur Übertragung der Befugnis zum Erlass von Rechtsverordnungen auf das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel vom 16.3.1995 (BGBl. I 1995, 390).

3 BGBl. I 2007, 3014.

4 BGBl. I 2004, 2576. Ergangen aufgrund des § 37i Abs. 1 Satz 3 und 4 und des § 37m Satz 3 und 4 WpHG in der Fassung der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I 1998, 2708), die durch Art. 2 Nr. 24 des Gesetzes vom 21.6.2002 (BGBl. I 2002, 2010) eingefügt worden sind, i.V.m. § 1 Nr. 1 der Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 13.12.2002 (BGBl. I 2003, 3).

5 BGBl. I 2007, 2498.

6 BGBl. I 2004, 3376. Ergangen aufgrund des § 10 Abs. 4 Satz 1, des § 15 Abs. 7 Satz 1, des § 15a Abs. 5 Satz 1 und des § 15b Abs. 2 Satz 1 WpHG in der Fassung der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I 1998, 2708), die durch Art. 1 des Gesetzes vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) eingefügt worden sind.

7 BGBl. I 2011, 538.

8 BGBl. I 2004, 3515. Ergangen aufgrund des § 36 Abs. 5 WpHG, der durch Art. 1 Nr. 15 des Gesetzes vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) neu gefasst worden ist, i.V.m. Art. 21 des Gesetzes vom 22.4.2002 (BGBl. I 2002, 1310) und i.V.m. § 1 Nr. 1 der Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 13.12.2002 (BGBl. I 2003, 3).

9 BGBl. I 2007, 2499.

- Die Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV) vom 17.12.2004¹, zuletzt geändert durch Verordnung vom 20.7.2007².
- Die Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung – MaKonV) vom 1.3.2005³.
- Die Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind (Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung – TranspRLDV) i.d.F. der Bekanntmachung vom 13.3.2008⁴.
- Die Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung – WpDVerOV) i.d.F. der Bekanntmachung vom 20.7.2007⁵, zuletzt geändert durch Art. 5 der Verordnung vom 5.4.2011⁶.

Ein weiteres Instrument, die Bestimmungen des WpHG zu konkretisieren und Normanwendungssicherheit herbeizuführen, stellen **Richtlinien** dar, welche die BaFin in den gesetzlich vorgesehenen Fällen – d.h. nach Maßgabe von §§ 29 und 35 Abs. 4 WpHG – erlassen kann. Von dieser Möglichkeit hatte die BaFin in der Vergangenheit bereits Gebrauch gemacht (vgl. 4. Aufl. Rz. 63 und 5. Aufl. Rz. 88), doch sind sämtliche der bislang auf der Grundlage des WpHG zu Bestimmungen dieses Gesetzes ergangenen Richtlinien nicht mehr in Kraft: Sowohl die Richtlinie gemäß § 35

1 BGBl. I 2004, 3522. Ergangen aufgrund des § 34b Abs. 6 Satz 1 WpHG, der durch Art. 1 Nr. 13 des Gesetzes vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) eingefügt worden ist.

2 BGBl. I 2007, 1430.

3 BGBl. I 2005, 515. Ergangen aufgrund des § 20a Abs. 5 Satz 1 WpHG, der durch Art. 1 Nr. 7 des Gesetzes vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) neu gefasst worden ist.

4 BGBl. I 2008, 408. Ergangen (1) aufgrund des § 22 Abs. 5, des § 23 Abs. 6 Nr. 2, des § 29a Abs. 4, des § 30f Abs. 3 und des § 37z Abs. 4 Satz 4 WpHG, von denen § 22 Abs. 5 durch Art. 1 Nr. 11 Buchstabe e, § 23 Abs. 6 Nr. 2 durch Art. 1 Nr. 12, § 29a Abs. 4 durch Art. 1 Nr. 17, § 30f Abs. 3 durch Art. 1 Nr. 19 und § 37z Abs. 4 Satz 4 durch Art. 1 Nr. 24 des Gesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10) eingefügt worden ist, (2) aufgrund des § 37w Abs. 6 Nr. 1 WpHG, der durch Art. 1 Nr. 24 des Gesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10) eingefügt worden ist, (3) aufgrund des § 30 Abs. 4 WpÜG, der durch Art. 10 Nr. 2 Buchstabe b des Gesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10) eingefügt worden ist, sowie (4) aufgrund des § 32 Abs. 5 Nr. 1 und 2 InvG, der durch Art. 7 Nr. 3 Buchstabe b des Gesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10) eingefügt worden ist.

5 BGBl. I 2007, 1432. Ergangen aufgrund des § 31 Abs. 11 Satz 1, des § 31a Abs. 8 Satz 1, des § 31b Abs. 2 Satz 1, des § 31c Abs. 3 Satz 1, des § 33 Abs. 4 Satz 1, des § 33a Abs. 9 Satz 1 und des § 34 Abs. 4 Satz 1 WpHG i.d.F. der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. I 1998, 2708), von denen § 31 Abs. 11 durch Art. 1 Nr. 16 Buchstabe e, § 31a Abs. 8, § 31b Abs. 2 und § 31c Abs. 3 jeweils durch Art. 1 Nr. 17, § 33 Abs. 4 durch Art. 1 Nr. 20, § 33a Abs. 9 durch Art. 1 Nr. 21 und § 34 Abs. 4 durch Art. 1 Nr. 22 des Gesetzes vom 16.7.2007 (BGBl. I 2007, 1330) eingefügt worden sind. Die Verordnung dient der weiteren Umsetzung des Anhangs II der Richtlinie 2004/39/EG vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente (ABl. EU 2004 Nr. L 145, S. 1; 2005 Nr. L 45, S. 18), die durch die Richtlinie 2006/31/EG vom 5.4.2006 (ABl. EU 2006 Nr. L 114, S. 60) geändert worden ist, und der Richtlinie 2006/73/EG vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (ABl. EU 2004 Nr. L 241, S. 26).

6 BGBl. I 2011, 538.

Abs. 6 WpHG zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.d.F. der Bekanntmachung vom 23.8.2001¹ als auch die Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG i.d.F. der Bekanntmachung vom 25.10.1999² sind durch Schreiben der BaFin vom 23.10.2007³ aufgehoben worden.

- 66 Normkonkretisierend wirken darüber hinaus **Allgemeinverfügungen** der Aufsichtsbehörde, welche diese in gesetzlich dafür vorgesehenen Fällen erlassen kann. Von den ergangenen Allgemeinverfügungen haben nur noch die nachfolgend aufgeführten Bedeutung:
- Die Allgemeinverfügung auf der Grundlage von § 36b Abs. 1 und Abs. 2 WpHG bezüglich der Werbung in Form des „cold calling“ vom 27.7.1999⁴. Mit ihr wird Wertpapierdienstleistungsunternehmen die telefonische Kontaktaufnahme mit Kunden, zu denen nicht bereits eine Geschäftsbeziehung in Bezug auf Wertpapierdienst- und Wertpapiernebenleistungen besteht, untersagt, soweit sie nicht durch eine vorhergehende, nachvollziehbare Aufforderung des Angerufenen unmittelbar gegenüber dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen veranlasst worden ist.
 - Die Allgemeinverfügung gemäß § 13 Abs. 1 Satz 5 WpAIV vom 13.7.2005 zu § 15a WpHG⁵. Mit ihr gestattet die BaFin Emittenten mit Sitz im Ausland Veröffentlichungen nach § 15a Abs. 1 Satz 1, Abs. 4 Satz 1 WpHG nur in englischer Sprache vorzunehmen.
 - Die Allgemeinverfügung gemäß § 5 Abs. 2 Satz 2 WpAIV vom 13.7.2005⁶. Sie erlaubt Emittenten mit Sitz im Ausland, Veröffentlichungen nach § 15 Abs. 1 Satz 1, 3 oder 4 bzw. Abs. 2 Satz 2 WpHG in englischer Sprache vorzunehmen.
 - Die Allgemeinverfügung nach § 31h Abs. 2 Satz 1 WpHG vom 30.5.2008. Mit ihr wird für Geschäfte, die die Voraussetzungen des Art. 28 der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 erfüllen, eine verzögerte Veröffentlichung der Informationen nach § 31h Abs. 1 WpHG gestattet⁷.
- 67 Bevorzugtes Instrument der BaFin, um ihre Auslegung von Vorschriften des WpHG und den diesen zu Grunde liegenden europarechtlichen Bestimmungen kundzutun, war das **Rundschreiben**. Einst in großer Zahl erlassen (s. noch 4. Aufl. Rz. 62), finden sich heute nur wenige für die Anwendung des WpHG einschlägige Schreiben. Obschon ihre mittelbare Wirkung auf die Rechtsprechung nicht zu vernachlässigen ist, haben normauslegende Rundschreiben – nicht anders als Richtlinien (s. oben Rz. 63) – für die Rechtsanwendung durch Gerichte keine Verbindlichkeit, sondern binden

1 BAnz. v. 4.9.2001, S. 19217 (Text 4. Aufl. § 35 Rz. 7).

2 BAnz. v. 6.11.1999, S. 18453 (Text 4. Aufl. § 35 Rz. 8).

3 S. Website BaFin www.bafin.de unter Startseite > Veröffentlichungssuche > Aufgehobene Veröffentlichungen > Aufgehobene Richtlinien.

4 BAnz. v. 12.8.1999, S. 13518.

5 Geschäftszeichen WA 22 – W 2320 – 2005/0007. S. www.bafin.de unter Startseite > Aufsichtsrecht > Verfügungen.

6 Geschäftszeichen WA 22 – W 2320 – 2005/0007. S. www.bafin.de unter Startseite > Aufsichtsrecht > Verfügungen.

7 Geschäftszeichen WA 11 – Wp 2002 – 2008/0006. S. www.bafin.de unter Startseite > Aufsichtsrecht > Verfügungen.

nur die Verwaltung bei der Normanwendung. In Kraft und für die Anwendung der Vorschriften des WpHG von Bedeutung sind vor allem¹:

- Das Rundschreiben 11/2003 (WA) vom 18.12.2003 über das Meldewesen gemäß § 9 WpHG, insbesondere die Nutzung von Börsenschlüsseln der WM Tabelle G 32, die Darstellung von IW-, Groß- und Sammelorders und Hinweisen zur Meldepflicht von Kapitalanlagegesellschaften². Davor sind zahlreiche weitere, jeweils Detailfragen betreffende Rundschreiben zum Meldewesen ergangen³.
- Das Rundschreiben 9/2006 (WA) 18.12.2006 über Anforderungen an Prüfer für den Jahresabschluss nach § 28 KWG und für die Prüfung nach § 36 WpHG bei Finanzdienstleistungsinstituten und nicht verbandsgeprüften Kreditinstituten⁴.
- Das Rundschreiben 12/2007 (WA) vom 21.12.2007 zur Umsetzung der MiFID⁵, mit welchem die BaFin darüber informiert, welche Änderungen die Umsetzung der MiFID für nach dem 1.1.2008 erfolgende Meldungen infolge des geänderten § 9 WpHG i.V.m. mit den Bestimmungen der überarbeiteten Fassung der WpHMV (s. oben Rz. 64) mit sich bringt.
- Das Rundschreiben 5/2008 (WA) vom 20.3.2008 zur „Meldepflicht von Zweigniederlassungen europäischer Meldepflichtiger (branches) nach § 9 WpHG“⁶.
- Das Rundschreiben 8/2008 (WA) vom 18.8.2008 zur „Überwachung von Mitarbeitergeschäften gemäß § 33b WpHG und § 25a KWG“⁷.
- Das Rundschreiben 11/2009 (WA) vom 11.5.2009 zu den Übermittlungspflichten an das Unternehmensregister“⁸.
- Das Rundschreiben 19/2009 (WA) vom 4.11.2009 „zur Meldepflicht von Freiverkehrsinstrumenten“⁹.
- Das Rundschreiben 1/2010 (WA) vom 11.2.2010 „zur Auslegung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes über Informationen einschließlich Werbung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Kunden“¹⁰.
- Das Rundschreiben 4/2010 (WA) vom 7.6.2010 über „Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (MaComp)“¹¹, in der Neufassung vom 14.6.2011¹².

1 Sämtliche der nachfolgend angeführten Rundschreiben sind auf der Website der BaFin zu finden: www.bafin.de unter Startseite > Veröffentlichungssuche > Suchoptionen: Rundschreiben/Wertpapieraufsicht.

2 Geschäftszeichen IT 4 – W 2110 – 65/2003.

3 Im Einzelnen: Rundschreiben 28/2002 (WA) vom 4.12.2002, Geschäftszeichen Z 11 – W 2110 – 45/2002; Rundschreiben 33/2003 vom 6.12.2002, Geschäftszeichen Z 11 – W 2110 – 47/2002; Rundschreiben 4/2003 (WA) vom 26.3.2003, Geschäftszeichen IT 4 – W 2110 – 19/2003; Rundschreiben 7/2003 (WA) vom 16.7.2003, Geschäftszeichen IT 4 – W 2110 – 36/2003.

4 Geschäftszeichen WA 37 – Wp 2001 – 2006.

5 Geschäftszeichen WA 14 – Wp 2001 – 2007/0110.

6 Geschäftszeichen WA 14 – Wp 2001 – 2008/0028.

7 Geschäftszeichen WA 31 – Wp 2200 – 2008/0028.

8 Geschäftszeichen WA 14 – Wp 2001 – 2009/0024.

9 Geschäftszeichen WA 14 – Wp 2001 – 2009/0081.

10 Geschäftszeichen WA 36 – Wp 2002 – 2008/0001.

11 Geschäftszeichen WA 31 – Wp 2002 – 2009/0010.

12 WA 31 – Wp 2002 – 2009/0010, abrufbar über den Ersteintrag bei Google-Eingabe: Ma-Comp 14.6.2011.

- 68 Des Weiteren legt sich die BaFin durch **Auslegungsentscheidungen** auf eine bestimmte Auslegung von Vorschriften des Aufsichtsrechts fest. Wiederum bindet die in diesen zum Ausdruck gebrachte Praxis der Aufsichtsbehörde nur die BaFin, nicht aber die Gerichte und die Strafverfolgungsbehörden. Für die Auslegung von Vorschriften des WpHG sind von Bedeutung¹:
- Das Informationsblatt vom 1.2.1998 betreffend Meldepflichten nach § 9 WpHG für Finanzdienstleistungsinstitute².
 - Die Schreiben vom 20.12.2001 bzw. vom 25.6.2002 betreffend Mitteilungen nach § 9 WpHG für Geschäfte in Derivaten im System der Terminbörse Eurex³.
 - Die Bekanntgabe vom 18.7.2002 der Kriterien für die Befreiung von der Pflicht zur jährlichen Prüfung nach § 36 Abs. 1 WpHG (Neuregelung der Vorschrift des § 36 Abs. 1 Satz 2 WpHG)⁴.
 - Das Hinweisschreiben vom 6.2.2007 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß §§ 21 ff. WpHG⁵.
 - Die Auslegung einzelner Begriffe der §§ 31 Abs. 2 Satz 4, 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in Verbindung mit der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) – Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 21.12.2007 zur Auslegung einzelner Begriffe der §§ 31 Abs. 2 Satz 4, 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV)⁶.
 - Die Auslegungsentscheidung vom 29.1.2009 zur Änderung der Ermessenskriterien im Rahmen der Prüfungsbefreiung gemäß § 36 Abs. 1 Satz 3 WpHG⁷.
- 69 Ungeachtet seiner Unverbindlichkeit für die Gerichte (die er mit Richtlinien, Rundschreiben und anderen Verlautbarungen der BaFin teilt) und der zwischenzeitlich eingetretenen Änderungen des WpHG kommt dem **Emittentenleitfaden** der BaFin (mit Stand vom 20.5.2009)⁸ eine erhebliche Bedeutung zu. Sie beruht vor allem auf dem Umstand, dass der Leitfaden von der Praxis als maßgebliche Orientierung genommen wird sowie die Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörde in Bezug auf die Bestimmungen des WpHG über Insiderhandel, Ad-hoc-Publizität, Directors' Dealings, Marktmanipulation und Insiderverzeichnisse widerspiegelt.
- 70 Leitfäden eigener Art sind auch die **Merkblätter** (früher: Informationsblätter, s. 4. Aufl. Rz. 62). Sie bieten allerdings weniger Hilfestellungen für die Auslegung einzelner Normen als eine Übersicht über einzelne Regelungsbereiche. Für die Vorschriften des WpHG ist unmittelbar relevant das Merkblatt vom 6.2.2007 mit Hinweisen zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß §§ 21 ff. WpHG⁹.

1 Sämtliche Auslegungsentscheidungen sind abrufbar von der Website der BaFin unter www.bafin.de Startseite > Veröffentlichungssuche > Suchoptionen: Auslegungsentscheidungen/Wertpapieraufsicht.

2 S. www.bafin.de Startseite > Veröffentlichungssuche > Suchoptionen: Auslegungsentscheidungen/Wertpapieraufsicht unter Datum 1.2.1998.

3 Geschäftszeichen II 3 – W 2110 – 82/2001 bzw. Z 11 (II 3 – W 2110 – 82/2001).

4 Geschäftszeichen WA 32 – 2536-1/2002.

5 Geschäftszeichen WA 12 – Wirtschaftsstrafrecht/Wirtschaftsstrafrecht 2001 – 2007/0004.

6 Geschäftszeichen WA 36 – Wp 2002 – 2007/0006.

7 Geschäftszeichen WA 32 – Wirtschaftsstrafrecht 2030 – 2008/0001.

8 S. www.bafin.de Startseite > Veröffentlichungssuche > Suchoptionen: Leitfäden/Wertpapieraufsicht. Dazu *Bedkowski*, BB 2209, 394.

9 S. www.bafin.de Startseite > Veröffentlichungssuche > Merkblätter/Wertpapieraufsicht unter Datum 6.2.2007.

Zahlreiche Merkblätter beschäftigen sich mit Tatbeständen der §§ 1 ff. KWG – wie etwa das Finanzkommissionsgeschäft oder die Anlageberatung – und erlangen damit mittelbar auch Bedeutung für die Auslegung entsprechender Tatbestände des § 2 WpHG¹.

Aktuelle Informationen unter anderem zur Aufsichtspraxis bietet das seit Januar 2007 monatlich erscheinende **BaFinJournal**². Darüber hinaus finden sich aufschlussreiche Hinweise zu verschiedenen Feldern der Aufsichtstätigkeit und Rechtsanwendung der BaFin auch in deren **Jahresberichten**³. 71

2. Allgemeine Auslegungsregeln

Im WpHG sind Vorschriften zusammengefasst, die nach herkömmlicher Rechtssystematik teils dem öffentlichen Recht, teils dem Straf- und Ordnungswidrigkeitsrecht und teils dem Zivilrecht zuzuordnen sind. Dieser für die wirtschaftsrechtliche Gesetzgebung nicht untypische Befund zwingt zu einer **differenzierten Normauslegung** nach den für die jeweiligen Rechtsbereiche maßgeblichen Rechtsanwendungsregeln. Soweit es um die Auslegung einzelner Bestimmungen im Zusammenhang mit der Anwendung der in §§ 38 f. WpHG enthaltenen **Straf- und Bußgeldvorschriften** geht, ist namentlich das straf- und ordnungswidrigkeitsrechtliche Analogieverbot zu beachten (s. dazu auch Vor § 21 Rz. 47 f.⁴ Danach bildet der mögliche Wortsinn Ausgangspunkt und Grenze der Auslegung⁵. In dem so gesteckten Rahmen kann die Auslegung historische, systematische und teleologische Gesichtspunkte zur Geltung bringen⁶, muss diese indes, da es sich bei den Vorschriften des WpHG um sog. angeglichenes Recht handelt, nach Maßgabe gemeinschaftlicher Auslegungsregeln (s. unten Rz. 74 ff.) handhaben. Zur Auslegung namentlich der Vorschriften der §§ 21 ff. WpHG s. Vor § 21 Rz. 33 ff. 72

Bislang nur wenig erörtert ist die Frage, ob die Wortlautgrenze der Auslegung, namentlich unter Berufung auf teleologische Erwägungen, überschritten werden darf, wenn es um **zivilrechtliche Folgen** des Verstoßes gegen straf- oder ordnungswidrigkeitsrechtlich sanktionierte Verhaltensge- oder -verbote des WpHG geht. Das wird von *Cahn*⁷ im Hinblick auf den diesbezüglichen Hauptanwendungsfall der Behandlung von Vorschriften des WpHG, die als Schutzgesetze i.S. von § 823 Abs. 2 BGB zu betrachten sind, bejaht, wobei eine **gespaltene Gesetzesanwendung** in Kauf genommen wird. Rechtspolitisch mag man dieser Auffassung zugute halten, dass der Gesetzgeber einzelne Verhaltensge- oder -verbote des WpHG durchaus konform den Vorgaben der umzusetzenden europäischen Richtlinien (s. oben Rz. 13, 19) auch zivilrechtlich hätte sanktionieren können, wodurch die einschlägigen Vorschriften der Rechtsfortbildung nach zivilrechtlichen Grundsätzen zugänglich gewesen wären. De lege lata ist die fragliche Ansicht indes nicht haltbar: Die sich über den Wortlaut eines strafrechtlichen 73

1 Die einschlägigen Merkblätter finden sich unter www.bafin.de Startseite > Veröffentlichungssuche > Merkblätter/Wertpapieraufsicht.

2 Abrufbar unter www.bafin.de Startseite > Veröffentlichungssuche > Mitteilungsblätter. Es ersetzt das Mitteilungsblatt „VerBaFin“ („Veröffentlichungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht“).

3 Abrufbar unter www.bafin.de Startseite > Veröffentlichungssuche > Jahresberichte.

4 BVerfGE 25, 269 und BVerfGE 92, 1, 12; s., statt Vieler, m.w.N. *Eser*, in: Schönke/Schröder, § 1 StGB Rz. 24 ff. und *Rogall*, in: KK OWIG, § 3 Rz. 51 ff.

5 *Eser*, in: Schönke/Schröder, § 1 StGB Rz. 37 f., 55.

6 *Eser*, in: Schönke/Schröder, § 1 StGB Rz. 39 ff.; allgemein zur Rangfolge ebd. Rz. 53.

7 *Cahn*, ZHR 162 (1998), 9 f.

Schutzgesetzes hinwegsetzende zivilrechtliche Auslegung bedeutet de facto die richterrechtliche Ausweitung des dieser Bestimmung vom Gesetzgeber beigelegten Schutzbereichs. Zwar wird im deliktsrechtlichen Schrifttum heute verbreitet die Ansicht vertreten, zumindest „gesetzesvertretendes Richterrecht in Form relativ ‚fertiger‘, von Einzelsachverhalten gelöster Normen“ müsse als „Bezugsgegenstand des § 823 Abs. 2 BGB in Betracht kommen können“¹, doch sind diese Voraussetzungen im Falle der Anwendung konkreter strafgesetzlicher Schutzgesetze offenkundig nicht gegeben. Hinzu kommt, dass der EuGH in seiner Entscheidung *Grøngaard und Bang* in einem *obiter dictum* der gespaltenen Richtlinienauslegung und damit auch der gespaltenen Auslegung nationalen Rechts eine Absage erteilt hat².

3. Das Wertpapierhandelsgesetz als „angeglichesenes Recht“

- 74 Wie bereits an früherer Stelle (Rz. 72) erwähnt, ist bei der Auslegung sämtlicher Bestimmungen des WpHG zu beachten, dass es sich bei diesen um unionsrechtlich angeglichenes nationales Recht handelt, d.h. um Recht, das der nationale Gesetzgeber entsprechend unionssekundärrechtlichen Vorgaben erlassen hat. In diesem Sinne „angeglichesenes Recht“ unterliegt nicht nur im Hinblick auf seine Änderung, sondern auch in Bezug auf seine Anwendung und Fortbildung einigen Besonderheiten. Dabei sind es weniger die kompetentiellen Sperren, die das Unionsrecht nationaler Gesetzgebungskompetenz auferlegt³, als die Rechtsanwendungsfragen, die besondere Hervorhebung verdienen.
- 75 Das WpHG, dessen Normen nahezu durchweg angeglichenes Recht darstellen, enthält in nicht gerade geringem Maße Vorschriften mit unbestimmten, konkretisierungsbedürftigen Rechtsbegriffen. Soweit die anzuwendende Norm unmittelbar der Transformation einer Richtlinie in nationales Recht dient oder zumindest den Regelungsbereich einer solchen Richtlinie berührt, ist sie, im Rahmen und auf der Grundlage des nach den nationalen Auslegungsregeln Möglichen⁴, **richtlinienkonform auszulegen**⁵.

1 Mertens, in: MünchKomm. BGB, 3. Aufl. 1997, § 823 BGB Rz. 172 m.w.N.

2 EuGH v. 22.11.2005 – Rs. C-384/02, WM 2006, 612 (615 Rz. 28). Vgl. auch Vor § 21 Rz. 41 f.

3 Dazu etwa Hayder, RabelsZ 53 (1989), 655.

4 EuGH v. 5.10.2004 – verb. Rs. C-397/01 bis C-403/01, ZIP 2004, 2342 (2343), Rz. 115 ff. („Pfeiffer“). Das schließt die über den Wortlaut einer Vorschrift hinausgehende „richtlinienkonforme“ Rechtsfortbildung ein. S. BGH v. 26.11.2008 – VIII ZR 200/05 („Quelle-Folgeentscheidung“), NJW 2009, 427, Ls. 1: „soweit dies nötig und möglich ist“.

5 EuGH v. 10.4.1984 – Rs C-14/83 („von Colson“ und „Kamann“), EuGHE 1984, 1891 (1909); EuGH v. 10.4.1984 – Rs C-79/83 („Harz“), EuGHE 1984, 1921 (1942); EuGH v. 8.10.1987 – Rs C-80/86 („Kolpinghuis Nijmegen“), EuGHE 1987, 3969 (3986 f.); EuGH v. 4.2.1988 – Rs C-157/86 („Murphy“), EuGHE 1988, 673 (678 f.); EuGH v. 7.11.1989 – Rs C-125/88 („Nijmann“), EuGHE 1989, 3533 (3546); EuGH v. 13.11.1990 – Rs C-106/89 („Marleasing“), EuGHE 1990, 4135 (4158 ff.); EuGH v. 16.12.1993 – Rs C-334/92 („Wagner Miret“), EuGHE 1993, 6911 (6932); EuGH v. 14.7.1994 – Rs. C-91/92, EuGHE 1994, 3325 (3357) („Faccini Dori“); EuGH v. 27.6.2000 – Rs C-240 bis 244/98 („Océano“), EuGHE 2000, 4941 (4955); EuGH v. 13.7.2000 – Rs C-456/98 („Centrosteeel“), EuGHE 2000, 1651; EuGH v. 15.5.2003 – Rs C-160/01 („Mau“), NJW 2003, 2371 (Rz. 34); EuGH v. 23.10.2003 – Rs C-408/01 („Adidas“), EuZW 2004, 54 (Rz. 21); EuGH v. 5.10.2004 – Rs C-397/01 bis C-403/01 („Pfeiffer“), NJW 2004, 3547 (Rz. 113–116); EuGH v. 4.7.2006 – Rs C-212/04 („Adeneler“), NJW 2006, 2465 (Rz. 110–112); EuGH v. 6.12.2005 – Rs C-461/03 („Gaston Schul Douane-expediteur“), Slg. 2005, I-10513 (Rz. 21); EuGH v. 10.1.2006 – Rs C-344/04 („IATA und ELFAA“), NJW 2006, 351 (Rz. 27); EuGH v. 17.4.2008 – Rs C-404/06 („Quelle“), NJW 2008, 1433 (Rz. 22). Zur richtlinienkonformen Auslegung nationalen Rechts s. den Überblick bei Gebauer, in: Gebauer/Wiedmann (Hrsg.), Kap. 4 Rz. 17 ff.; Langenbucher, in: Langenbucher (Hrsg.), § 1

Zur Konkretisierung der Grenzen richtlinienkonformer Auslegung von mitgliedstaatlichen Rechts, das der Angleichung nationalen Rechts an Gemeinschaftsrecht dient, ist der BGH in seiner sog. *Quelle*-Folgeentscheidung von seiner Rechtsprechung abgerückt, der **Wortlaut eines nationalen Gesetzes** bilde eine absolute Grenze für die richtlinienkonforme Auslegung¹. Um die Auslegungsgrenze des Gesetzeswortlauts zu überwinden, kommt zukünftig vor allem eine teleologische Reduktion der fraglichen Vorschrift in Betracht. Das setzt indes den Nachweis voraus, dass der Gesetzgeber mit dieser Vorschrift die Richtlinie korrekt umzusetzen gedachte. Dabei muss sich der Wille der korrekten Richtlinienumsetzung auf die konkrete in Frage stehende Regelung beziehen, wohingegen ein genereller Wille zur Umsetzung der Richtlinie nicht als ausreichend zu betrachten ist².

Das wiederum verlangt eine Auslegung des Unionsrechts nach den hierfür maßgeblichen **unionsrechtlichen Auslegungsmethoden**³: In deren Vordergrund steht die Wortlautauslegung. Sie führt allerdings gerade bei der Interpretation des Unionssekundärrechts selten zu klaren Ergebnissen, weil die Auslegung auf die Ermittlung der Wortbedeutung in dem insoweit rechtsdogmatisch noch wenig elaborierten Unionsrecht gerichtet ist und selbst dann nicht auf eine mitgliedstaatliche Begriffsbildung zurückgegriffen werden darf, wenn diese einem Regelungszusammenhang entstammt, welcher der fraglichen Richtlinie ganz offenbar als Regelungsvorbild oder -grundlage diene. Im Mittelpunkt der Auslegung des Unionssekundärrechts steht deshalb die systematisch-teleologische Auslegung⁴. Sie umfasst einerseits die Frage nach dem sich aus der Systematik des Vertrages, des Unionssekundärrechts und der jeweiligen Richtlinie ergebenden Sinn der Norm und andererseits diejenige nach dem Zweck der Vorschrift. 76

So wie sich der **EuGH** im Zusammenhang mit der Auslegung des Unionsrechts durchaus der Rechtsvergleichung (in Bezug auf die einzelnen mitgliedstaatlichen Regelungen) bedient, verlangt er eine solche auch bei der Auslegung angeglichenen nationalen Rechts durch den nationalen Rechtsanwender: Auch wenn die Herkunft des Regelungsmodells einer Richtlinie oder einzelner ihrer Vorschriften aus dem Rechtssystem bestimmter Mitgliedstaaten bei der Anwendung angeglichenen Rechts als unbeachtlich zu gelten hat⁵, ist bei der Auslegung angeglichenen Rechts doch die Art und Weise der Umsetzung und Auslegung einer Richtlinie durch die übrigen Mitgliedstaaten bzw. deren Gerichte mit zu berücksichtigen. 77

Rz. 75 ff.; Roth, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, 2. Aufl. 2010, § 14. Ferner etwa Brechmann, Die richtlinienkonforme Auslegung, 1994; Canaris, in: Koziol (Hrsg.), FS Bydliniski 2002, S. 47 ff.; Ehrlicke, RabelsZ 59 (1995), 598; Everling, ZGR 1992, 376 (382 ff.); Di Fabio, NJW 1990, 947 ff.; Götz, NJW 1992, 1849 ff.; Grundmann, ZEuP 1996, 399; Grundmann, JZ 1996, 274; Höpfner/Rüthers, AcP 209 (2009), 1 (25 ff.); Jarass, EuR 1991, 211 ff.; Lutter, JZ 1992, 593 (604 ff.); Roth, Die richtlinienkonforme Auslegung, EWS 2005, 385; Thüsing, ZIP 2004, 2301; Unberath, ZEuP 2005, 5 (6 ff. m.w.N.).

1 BGH v. 26.11.2008 – VIII ZR 200/05 („Quelle-Folgeentscheidung“), NJW 2009, 427. Hierzu Gebauer, GPR 2009, 82; Herrler/Tomasic, ZIP 2009, 181; Gebauer, in: Gebauer/Wiedmann (Hrsg.), Kap. 4 Rz. 37 ff.; Gsell, JZ 2009, 522; Langenbucher, in: Langenbucher (Hrsg.), § 1 Rz. 90 f.; Lorenz, LMK 2009, 273611; Pfeiffer, NJW 2009, 412; Staudinger, JuS 2009, 309.

2 Vgl. Pfeiffer, NJW 2009, 412 f.

3 Zur Auslegung von Gemeinschaftsrecht s. etwa Gebauer, in: Gebauer/Wiedmann (Hrsg.), Kap. 4 Rz. 3 ff.; Langenbucher, in: Langenbucher (Hrsg.), § 1 Rz. 5 ff.; Nettessheim, in: Oppermann/Classen/Nettesheim (Hrsg.), Europarecht, 4. Aufl. 2009, § 9 Rz. 165 ff.; Henninger, Europäisches Privatrecht und Methode, 2009, S. 275 ff.

4 Gebauer, in: Gebauer/Wiedmann (Hrsg.), Kap. 4 Rz. 7.

5 Lutter, JZ 1992, 593 (601 f. m.w.N.).

IV. Direkt anwendbares europäisches Recht

- 78 Werden die europäischen Richtlinien erst durch ihre Umsetzung durch den jeweiligen Mitgliedstaat zu nationalem Recht, so stellen europäische Verordnungen auch ohne weitere Rechts- oder Umsetzungsakte in allen Mitgliedsstaaten der EU unmittelbar geltendes Recht dar (Art. 288 Abs. 2 und Abs. 3 AEUV). Zusätzlich zu den Vorschriften des WpHG sind für die von diesem erfassten Regelungsbereiche folgende Verordnungen zu berücksichtigen:
- Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie¹.
 - Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.9.2009 über Ratingagenturen² sowie die Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.5.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen³. Durch die Letztere sind Teile der Regelung des § 17 WpHG obsolet geworden (s. § 17 Rz. 10 ff.).
 - Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission⁴.

V. Einrichtung eines Europäischen Finanzaufsichtssystems

- 79 Die 2007 einsetzende Finanzkrise hat nicht nur Schwächen des nationalen, sondern auch des europäischen Aufsichtssystems offenbart⁵. Vor allem wurde offenkundig, dass die europäische Finanzmarktaufsicht trotz erheblicher Fortschritte bei der Finanzmarktintegration und einer zunehmenden Zahl grenzübergreifend tätiger Unternehmen noch immer national fragmentiert ist⁶. Um diese Schwäche zu beseitigen, sind seit Oktober 2008 auch Bestrebungen zur **Weiterentwicklung der europäischen Finanzmarktaufsicht** im Gange. Eingeleitet wurden sie dadurch, dass Kommissionspräsident *Barroso* im Oktober 2008 eine hochrangige Expertengruppe unter dem Vorsitz des ehemaligen geschäftsführenden Direktors des IWF *Jacques de Larosière* einsetzte und sie beauftragte, Empfehlungen zur Schaffung eines effizienten, integrierten

1 ABl. EG Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 1.

2 ABl. EU Nr. L 302 v. 17.11.2009, S. 1.

3 ABl. EU Nr. L 145 v. 31.5.2011, S. 30.

4 ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 84.

5 So heißt es etwa in Erwägungsgrund 1 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 1: „Die Aufsichtsmodelle auf nationaler Ebene konnten mit der Globalisierung des Finanzsektors und mit der Realität der Integration und Verknüpfung der europäischen Finanzmärkte mit vielen grenzüberschreitend tätigen Finanzinstituten nicht Schritt halten. Die Krise brachte Mängel bei der Zusammenarbeit, bei der Koordinierung, bei der kohärenten Anwendung des Unionsrechts und einen Mangel an Vertrauen zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden zutage.“

6 Vgl. Kommissionsvorschlag KOM(2009)499 v. 23.9.2009, S. 2 (1. Kontext des Vorschlags).

und nachhaltigen Aufsichtsrahmens zu erarbeiten. Die Expertengruppe legte am 25.2.2009 ihren Bericht vor¹.

Die Empfehlungen der *Larosière*-Gruppe wurden im März 2009 von der Kommission 80 und dem Europäischen Rat gebilligt². Aus ihnen sind vier in den Mitgliedstaaten der EU unmittelbar geltende **Verordnungen** hervorgegangen:

- Eine der Verordnungen – die VO (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments 81 und des Rates vom 24.11.2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken – hat die Schaffung des **Europäischen Ausschusses für Systemrisiken** (ESRB) zum Gegenstand³. Der Ausschuss soll „die potenziellen Risiken für die Finanzmarktstabilität, die sich aus makroökonomischen Entwicklungen und aus Entwicklungen innerhalb des Finanzsystems insgesamt ergeben, überwachen und bewerten“, um „frühzeitig vor sich abzeichnenden systemweiten Risiken warnen und erforderlichenfalls Empfehlungen für Maßnahmen zur Eindämmung dieser Risiken aussprechen“ zu können⁴.
- Drei weitere Verordnungen haben die **Einrichtung eines Europäischen Finanzaufsichtssystems** (ESFS) zum Gegenstand, das sich aus einem Netz nationaler Finanzaufsichtsbehörden zusammensetzt, die mit den neuen **Europäischen Aufsichtsbehörden** („European Supervisory Authorities“/ESA) kooperieren. Ankerpunkte dieses neuen Aufsichtssystems sind **drei neue europäische Aufsichtsbehörden**, die durch die Zusammenführung und Umbildung der vorhandenen europäischen Aufsichtsausschüsse in eine Europäische Bankaufsichtsbehörde („European Banking Authority“/EBA mit Sitz in London)⁵, eine Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung („European Insurance and Occupational Pensions Authority“/EIOPA mit Sitz in Frankfurt am Main)⁶ und eine Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde („European Securities and Markets Authority“/ESMA mit Sitz in Paris)⁷ geschaffen wurden. Um ein reibungsloses 82

1 Der Bericht ist abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf.

2 Zum weiteren Verlauf der Umsetzung der Vorschläge s. etwa Begründung zum Kommissionsvorschlag zu einer Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, KOM(2009)499 v. 23.9.2009, S. 2 (1. Kontext des Vorschlags) und Erwägungsgrund 3 ff. der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 1 f.

3 ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 1.

4 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde, KOM(2009)503 v. 23.9.2009, S. 2 (1. Kontext des Vorschlags).

5 Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 12.

6 Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 48.

7 Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier-

Funktionieren des Europäischen Finanzaufsichtssystems zu gewährleisten, waren Änderungen der Rechtsakte der Union im Tätigkeitsbereich der drei neuen europäischen Aufsichtsbehörden notwendig. Sie betrafen die Festlegung des Umfangs bestimmter Befugnisse der Behörden, die Integration bestimmter Befugnisse, die durch bestehende Rechtsakte der Union festgelegt sind, sowie Änderungen, die eine reibungslose und wirksame Funktionsweise der Behörden im Rahmen des Europäischen Finanzaufsichtssystems ermöglichen sollen, und wurden durch Richtlinie 2010/78/EU vom 24.11.2010¹ in die Wege geleitet. Die Richtlinie wurde durch das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2010/78/EU vom 24. November 2010 im Hinblick auf die Errichtung des Europäischen Finanzaufsichtssystems vom 4.12.2011 in deutsches Recht umgesetzt (s. dazu oben Rz. 57).

- 83 Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem soll die **Qualität und Kohärenz der nationalen Aufsicht verbessern** und es damit nicht mehr dem Zufall überlassen, ob die nationalen Aufsichtsbehörden bei Aufsichtsentscheidungen für grenzübergreifend tätige Finanzmarktteilnehmer effektiv zusammenarbeiten und zur bestmöglichen Lösung gelangen. Ziel der Maßnahmen ist der Aufbau eines integriertes Netzes nationaler Aufsichtsbehörden und Aufsichtsbehörden der Union, in dem die laufende Beaufsichtigung auf nationaler Ebene verbleibt, aber eine kohärente Anwendung und Weiterentwicklung der europäischen Aufsichtsregeln gewährleistet wird. Nur in wenigen Fällen übernehmen die neuen europäischen Aufsichtsbehörden direkte Aufsichtsfunktionen, wie etwa die **ESMA** in Gestalt von Aufsichtsbefugnissen über Ratingagenturen (s. dazu § 17 Rz. 10). Zu den Aufgaben der ESMA und zu den Befugnissen der Behörde bei der Durchsetzung derselben im Einzelnen ist auf Art. 8 Abs. 1 bzw. Abs. 2 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde² zu verweisen.

und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 84.

- 1 Richtlinie 2010/78/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2009/65/EG im Hinblick auf die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) und der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 120.
- 2 Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 84 (95 f.).

§ 22

Zurechnung von Stimmrechten

(1) Für die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1a stehen den Stimmrechten des Meldepflichtigen Stimmrechte aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, gleich,

1. die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören,
2. die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden,
3. die der Meldepflichtige einem Dritten als Sicherheit übertragen hat, es sei denn, der Dritte ist zur Ausübung der Stimmrechte aus diesen Aktien befugt und bekundet die Absicht, die Stimmrechte unabhängig von den Weisungen des Meldepflichtigen auszuüben,
4. an denen zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist,
5. die der Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann,
6. die dem Meldepflichtigen anvertraut sind oder aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann, wenn keine besonderen Weisungen des Aktionärs vorliegen.

Für die Zurechnung nach Satz 1 Nr. 2 bis 6 stehen dem Meldepflichtigen Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gleich. Stimmrechte des Tochterunternehmens werden dem Meldepflichtigen in voller Höhe zugerechnet.

(2) Dem Meldepflichtigen werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Ein abgestimmtes Verhalten setzt voraus, dass der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten in sonstiger Weise zusammenwirken. Für die Berechnung des Stimmrechtsanteils des Dritten gilt Absatz 1 entsprechend.

(3) Tochterunternehmen sind Unternehmen, die als Tochterunternehmen im Sinne des § 290 des Handelsgesetzbuchs gelten oder auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann, ohne dass es auf die Rechtsform oder den Sitz ankommt.

(3a) Für die Zurechnung nach dieser Vorschrift gilt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinsichtlich der Beteiligungen, die von ihm im Rahmen einer Wertpapierdienstleistung nach § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 7 verwaltet werden, unter den folgenden Voraussetzungen nicht als Tochterunternehmen im Sinne des Absatzes 3:

1. das Wertpapierdienstleistungsunternehmen darf die Stimmrechte, die mit den betreffenden Aktien verbunden sind, nur aufgrund von in schriftlicher Form oder über elektronische Hilfsmittel erteilten Weisungen ausüben oder stellt durch geeignete Vorkehrungen sicher, dass die Finanzportfolioverwaltung unabhängig von anderen Dienstleistungen und unter Bedingungen, die denen der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Orga-

- nismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32) in der geltenden Fassung, gleichwertig sind, erfolgt,
2. das Wertpapierdienstleistungsunternehmen übt die Stimmrechte unabhängig vom Meldepflichtigen aus,
 3. der Meldepflichtige teilt der Bundesanstalt den Namen dieses Wertpapierdienstleistungsunternehmens und die für dessen Überwachung zuständige Behörde oder das Fehlen einer solchen mit und
 4. der Meldepflichtige erklärt gegenüber der Bundesanstalt, dass die Voraussetzungen der Nummer 2 erfüllt sind.

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt jedoch dann für die Zurechnung nach dieser Vorschrift als Tochterunternehmen im Sinne des Absatzes 3, wenn der Meldepflichtige oder ein anderes Tochterunternehmen des Meldepflichtigen seinerseits Anteile an der von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen verwalteten Beteiligung hält und das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Stimmrechte, die mit diesen Beteiligungen verbunden sind, nicht nach freiem Ermessen, sondern nur aufgrund unmittelbarer oder mittelbarer Weisungen ausüben kann, die ihm vom Meldepflichtigen oder von einem anderen Tochterunternehmen des Meldepflichtigen erteilt werden.

(4) Wird eine Vollmacht im Falle des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 6 nur zur Ausübung der Stimmrechte für eine Hauptversammlung erteilt, ist es für die Erfüllung der Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 und 1a in Verbindung mit Absatz 1 Satz 1 Nr. 6 ausreichend, wenn die Mitteilung lediglich bei Erteilung der Vollmacht abgegeben wird. Die Mitteilung muss die Angabe enthalten, wann die Hauptversammlung stattfindet und wie hoch nach Erlöschen der Vollmacht oder des Ausübungsermessens der Stimmrechtsanteil sein wird, der dem Bevollmächtigten zugerechnet wird.

(5) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über die Umstände, unter welchen im Falle des Absatzes 3a eine Unabhängigkeit des Wertpapierdienstleistungsunternehmens vom Meldepflichtigen gegeben ist, und über elektronische Hilfsmittel, mit denen Weisungen im Sinne des Absatzes 3a erteilt werden können.

In der Fassung des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsetzungsgesetz) vom 22.6.2011 (BGBl. I 2011, 1126).

Schrifttum: Zu § 22 WpHG: *Arnold*, Die neue konzernweite Stimmrechtszurechnung gem. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG, AG 2006, 567; von *Bülow/Bücker*, Abgestimmtes Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, ZGR 2004, 669; von *Bülow/Petersen*, Stimmrechtszurechnung zum Treuhänder?, NZG 2009, 1373; von *Bülow/Stephanblome*, Acting in Concert und neue Offenlegungspflichten nach dem Risikobegrenzungsgesetz, ZIP 2008, 1797; *Busch*, Eigene Aktien bei der Stimmrechtsmitteilung – Zähler, Nenner, Missstand, AG 2009, 425; *Casper*, Acting in Concert – Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes, ZIP 2003, 1469; *Casper/Bracht*, Abstimmung bei der Wahl des Aufsichtsrats: Ein Fall für ein Pflichtangebot?, NZG 2005, 839; *Diekmann/Merkner*, Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – ein Überblick über den Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz, NZG 2007, 921; *Dreibus/Schäfer*, Mitteilungspflichten über Stimmrechte gem. §§ 21, 22 WpHG bei inländischen Investmentfonds, NZG 2009, 1289; *Fiedler*, Mitteilungen über Beteiligungen von Mutter- und Tochtergesellschaften, 2005; *Fleischer/Bedkowski*, Stimmrechtszurechnung zum Treuhänder gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG: Ein zivilgerichtlicher Fehlgriff und seine kapitalmarktrechtlichen Folgen,

DStR 2010, 933; *Fleischer/Schmolke*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§ 21 ff. WpHG und „Hidden Ownership“, ZIP 2008, 1501; *Franck*, Die Stimmrechtszurechnung nach § 22 WpHG und § 30 WpÜG, BKR 2002, 709; *Gaede*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008; *Gätsch/Schäfer*, Abgestimmtes Verhalten nach § 22 II WpHG und § 30 WpÜG in der Fassung des Risikobegrenzungsgesetzes, NZG 2008, 846; *Goette*, Aktuelle Rechtsprechung des II. Zivilsenats zum Aktienrecht, DStR 2006, 2132; *Habersack*, Beteiligungstransparenz Adieu? – Lehren aus dem Fall Continental/Schaeffler, AG 2008, 817; *Hüffer*, Konsortialverträge im Rahmen der Mitteilungspflichten nach § 20 AktG, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 747; *Kindler*, EU-ausländische Beteiligungskonsortien im Visier der BaFin – keine multiple Meldepflicht nach § 21 WpHG für Gesellschafter eines ausländischen Anteilserwerbers! in: FS Hopt, 2010, S. 2081; *Koppensteiner*, Zurechnung von Beteiligungen im Wirtschaftsrecht, wirtschaftsrechtliche Blätter (Österreich) 2005, 293; *Korff*, Das Risikobegrenzungsgesetz und seine Auswirkungen auf das WpHG, AG 2008, 692; *Kumpan*, Private Equity und der Schutz deutscher Unternehmen, AG 2007, 461; *Künzle*, Die Ausübung des Aktienstimmrechts durch institutionelle Vertreter und institutionelle Anleger in der Schweiz und den USA, in: Neue Tendenzen im Gesellschaftsrecht, 2003, S. 415; *Lange*, Aktuelle Rechtsfragen der kapitalmarktrechtlichen Zurechnung, ZBB 2004, 22; *Lebherz*, Publizitätspflichten bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, WM 2010, 154; *Liebscher*, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG, ZIP 2002, 1005; *Merkner/Sustmann*, Die Neuauflage des Emittentenleitfadens der BaFin – Rechtssicherheit bei der Abgabe von Stimmrechtsmitteilungen?, NZG 2009, 813; *Meyer/Bundschuh*, Sicherungsübertragung börsennotierter Aktien, Pflichtangebot und Meldepflichten, WM 2003, 960; *Mutter*, Die Stimmrechtszurechnung nach § 22 WpHG bei Einschaltung eines Trusts, AG 2006, 637; *Nelle*, Stimmrechtszurechnung und Pflichtangebot nach Umsetzung der Übernahmerrichtlinie, ZIP 2006, 2057; *Pentz*, Acting in Concert – Ausgewählte Einzelprobleme zur Zurechnung und zu den Rechtsfolgen, ZIP 2003, 1478; *Renz/Rippel*, Die Informationspflichten gem. §§ 21 ff. WpHG und deren Änderungen durch das Risikobegrenzungsgesetz, BKR 2008, 309; *Röh*, Reform der Beteiligungspublizität und kein Ende, CCZ 2008, 137; *Rulf*, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG, 2010; *Schmid/Mühlhäuser*, Wirtschaftliches Eigentum und Gewinnrealisierung bei der Wertpapierleihe, BB 2001, 2609; *Uwe H. Schneider/Anzinger*, Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung, NZG 2007, 88; *Uwe H. Schneider/Brouwer*, Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten bei Finanzinstrumenten, AG 2008, 557; *Schockenhoff/Schuhmann*, Acting in Concert – geklärte und ungeklärte Rechtsfragen, ZGR 2005, 568; *Seibt*, Stimmrechtszurechnung nach § 30 WpHG zum Alleingesellschafter – Geschäftsführer einer GmbH?, ZIP 2005, 729; *Sieger/Hasselbach*, Wertpapierdarlehen – Zurechnungsfragen im Aktien-, Wertpapierhandels- und Übernahmerecht, WM 2004, 1370; *Sudmeyer*, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21, 22 WpHG, BB 2002, 685; *Veil*, Stimmrechtszurechnungen aufgrund von Abstimmungsvereinbarungen gem. § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 654; *Weber/Meckbach*, Finanzielle Differenzgeschäfte – ein legaler Weg zum „Anschleichen“ an die Gesellschaft bei Übernahmen?, BB 2008, 2022; *Widder/Kocher*, Stimmrechtszurechnung vom Treugeber zum Treuhänder gem. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG analog?, ZIP 2010, 457; s. ferner das Schrifttum Vor § 21 WpHG und vor Rz. 161.

Schrifttum: Zu § 30 WpÜG: *Berger/Filguth*, „Acting in Concert“ nach § 30 Abs. 2 WpÜG, AG 2004, 592; *Holzborn/Friedhoff*, Die gebundenen Ausnahmen der Zurechnung nach dem WpÜG, WM 2002, 948; *Lange*, Die Auswirkungen der Zurechnungsvorschriften des WpÜG auf Vorstandsmitglieder, Der Konzern 2003, 675; *Lenz/Linke*, Das WpÜG in der aufsichtsrechtlichen Praxis, AG 2002, 361; *Seibt*, Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestandes in § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert), ZIP 2004, 1829; *Seibt*, Stimmrechtszurechnung und § 30 WpÜG zum Alleingesellschafter – Geschäftsführer einer GmbH?, ZIP 2005, 730; *Wackerbarth*, Die Zurechnung nach § 30 WpÜG zum Alleingesellschafter – Geschäftsführer einer GmbH, ZIP 2005, 1217; *Weiler/Meyer*, „Abgestimmtes Verhalten“ gemäß § 30 WpÜG: Neue Ansätze der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht?, NZG 2003, 909.

Schrifttum zum „acting in concert“ s. Vor Rz. 161.

Inhaltsübersicht

I. Regelungsgegenstand und Regelungszweck	1	4. „Für Rechnung“ gehalten	55
II. Verhältnis zu § 30 WpÜG	10	a) Wirtschaftliche Chancen und Risiken	55
III. Auslegung	12	b) Treuhand	56
IV. Der Grundsatz der mehrfachen Zurechnung	15	5. Aufteilung des wirtschaftlichen Risikos	59
V. Der Grundsatz der Kettenzurechnung	18	6. Verwaltungstreuhand	62
1. Regelungsproblem	18	7. Holding und Vermögensverwaltungsgesellschaften	70
2. Gesetzlich geregelte Kettenzurechnung (§ 22 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 2 Satz 2 WpHG)	19	a) Holdingstrukturen	71
3. Gesetzlich nicht geregelte Kettenzurechnung	21	b) Vorsichtgesellschaften	73
VI. Information und Auskunft	23	c) Investmentgesellschaften	77
1. Informationseinholungspflicht des Meldepflichtigen	23	d) Wertpapierleihe/Aktiendarlehen	78
2. Auskunftsrecht des Meldepflichtigen	25	aa) Ausgangslage	78
3. Informationspflicht des Aktionärs gegenüber Meldepflichtigen	29	bb) Meldepflichten des Darlehensnehmers	82
VII. Einem Tochterunternehmen gehören (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG)	30	cc) Meldepflichten des Darlehensgebers	85
1. Tochterunternehmen (§ 22 Abs. 3 WpHG)	30	dd) Kettenleihe	88
2. Mutterunternehmen	32	ee) Repo-Agreement und Sell-Buyback-Arrangement	90
3. Unternehmen, die als Tochterunternehmen im Sinne des § 290 HGB gelten (§ 22 Abs. 3 Fallgruppe 1 WpHG)	34	e) Kommissionsgeschäft	91
4. Unternehmen, auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann (§ 22 Abs. 3 Fallgruppe 2 WpHG)	35	IX. Einem Dritten als Sicherheit übertragen (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG)	92
5. KG und GmbH & Co. KG	38	X. Zugunsten des Meldepflichtigen einen Nießbrauch bestellt (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpHG)	99
6. Mehrstufiger Konzern	39	XI. Durch eine Willenserklärung erwerben kann (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG)	101
7. Mehrfache Abhängigkeit, gemeinsame Beherrschung (Gemeinschaftsunternehmen)	42	1. Regelungszweck	101
8. Ausnahme für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 22 Abs. 3a WpHG)	45	2. Auf Übereignung gerichtetes Angebot	102
VIII. Für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG)	50	3. Schuldrechtliche Verträge	105
1. Meldepflicht des Halters	50	XII. Dem Meldepflichtigen anvertraut oder „aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann“ (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG)	116
2. Auslegung nach Sinn und Zweck	52	1. Anwendungsbereich	116
3. Einem Dritten gehören	53	2. Nach eigenem Ermessen	122
		3. Vollmachtstreuhand	123
		4. Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute	128
		5. Mitteilung bei Erteilung der Vollmacht (§ 22 Abs. 4 WpHG)	138
		XIII. Sein Verhalten mit dem Meldepflichtigen abgestimmt (§ 22 Abs. 2 WpHG)	161

1. Regelungsgegenstand und Regelungszweck	161	7. Beweislast und Beweisführung	194
2. Entstehungsgeschichte	163	8. Einzelfälle	197
3. Beteiligte der Vereinbarung oder Abstimmung	167	a) Gemeinsame Beratung und Aktionärsforum	197
a) Mehrere Beteiligte	167	b) Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern	199
b) Gemeinsamer Vertreter	169	c) Poolvereinbarungen	200
4. Vereinbarung und Abstimmung in sonstiger Weise	172	d) Pool-in-Pool-Vereinbarungen	202
5. Der Inhalt der Vereinbarung oder Abstimmung	175	e) „Frühstücks-Pool“	203
a) Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten	175	f) Nahe Verwandte und Familien-Pools	204
b) Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten (1. Fallgruppe)	176	g) Gesellschaft und ihre geschäftsführenden Organmitglieder	209
c) Einfluss auf die Zielsetzung des Unternehmens (2. Fallgruppe)	179	h) Berater, Rechtsanwälte	210
aa) Die Ausgangslage	179	i) Konzerninterne Vereinbarung	211a
bb) „in sonstiger Weise“	182	9. Ermächtigung für Rechtsverordnung (§ 22 Abs. 5 WpHG)	212
cc) Änderung der unternehmerischen Ausrichtung	183	XIV. Abschließender Katalog von Zurechnungstatbeständen?	213
d) Abgestimmter Parallelerwerb	185	XV. Inhalt der Meldung	214
e) Vereinbarungen in Einzelfällen	191	Anhang zu § 22 WpHG	251
6. Gegenseitige Zurechnung in voller Höhe	193	Kommentierung des § 32 Abs. 2–5 InvG	

I. Regelungsgegenstand und Regelungszweck

Nach § 22 WpHG werden dem Meldepflichtigen unter bestimmten Umständen 1
Stimmrechte aus Aktien des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland
der Herkunftsstaat ist (s. § 21 Abs. 2 WpHG) und die einem Dritten gehören, zuge-
rechnet. **Entsprechende Zurechnungsvorschriften** finden sich etwa in § 20 Abs. 1
(i. V.m. § 16 Abs. 4), Abs. 2 und § 134 Abs. 1 Satz 3 und 4 AktG, § 30 WpÜG sowie in
§ 290 Abs. 3 Satz 1 und 2 HGB.

Bei den einzelnen Zurechnungstatbeständen des § 22 WpHG unterscheiden sich die 2
Regelungszwecke:

Sinn und Zweck der Vorschrift ist es, *erstens* dem Meldepflichtigen all diejenigen 3
Stimmrechte zuzurechnen, auf deren Ausübung er von Rechts wegen oder faktisch
Einfluss hat oder haben kann¹. Das Gesetz geht dabei von einer abstrakten Betrachtung
aus. Voraussetzung für die Zurechnung ist daher nicht, dass der Dritte einen
rechtlich abgesicherten Anspruch darauf hat, dass seine Weisungen befolgt werden;
und die Zurechnung entfällt auch nicht deshalb, weil derjenige, dem zugerechnet
wird, tatsächlich keinen Einfluss nimmt und/oder erklärt, er werde in der Zukunft
keinen Einfluss nehmen². So kann sich der Dritte nicht dadurch der Zurechnung

1 OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1304 (1312); *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 1; *Hildner*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen, 2002, S. 63; *Casper*, ZIP 2003, 1469; *Seibt*, ZIP 2004, 1830.

2 Ebenso für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 30, 34; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 27.

entziehen, dass er einen Enterschsungsvertrag abschließt¹. § 22 WpHG will damit sicherstellen, dass in der Markt-Öffentlichkeit ein zutreffendes Bild über die rechtlichen und tatsächlichen Stimm-, Einfluss- und Machtverhältnisse bei der Gesellschaft („hidden ownership“) entsteht.

- 4 **Sinn und Zweck der Vorschrift** ist es *zweitens*, die Markt-Öffentlichkeit frühzeitig über den Aufbau oder Abbau wesentlicher Beteiligungen zu informieren (s. dazu auch Vor § 21 Rz. 19)². So hat derjenige, der durch Willenserklärung erwerben kann (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG), in der Regel noch keinen rechtlichen oder tatsächlichen Einfluss auf die Stimmrechte. Der Meldepflichtige hat jedoch eine gesicherte Rechtsposition, die ihm den Aufbau eines Pakets ermöglicht. Durch § 22 WpHG soll zugleich Umgehungsstrategien entgegengewirkt werden. Hieran hat sich die Auslegung zu orientieren³.
- 5 § 22 WpHG bildet damit das regelungstechnische Herzstück der Offenlegungsvorschriften im **Wetlauf gegen Konflikt- und Vermeidungsstrategien**, denn wer Publizität scheut, wird nach Lücken in den Zurechnungstatbeständen suchen. Eine vertiefte Analyse zeigt hierbei, dass die Hasen röchelnd auf der Strecke bleiben, weil die publizitätsscheuen Igel bei der Suche nach Vermeidungsstrategien leicht fündig werden; denn die gesetzliche Regelung ist „*mehr Loch als Käse*“⁴.
- 6 Wenig überzeugend ist daher das Verbot von satzungsmäßigen Höchststimmrechten bei Emittenten, die nach deutschem Aktienrecht organisiert sind, mit der – unzutreffenden – Begründung, ein heimliches Aufkaufen größerer Anteile werde durch die Mitteilungspflichten nach dem WpHG erschwert⁵.
- 7 § 22 WpHG setzt Art. 7 und 8 Transparenzrichtlinie I in deutsches Recht um. § 22 WpHG übernimmt hierbei teilweise wörtlich den Richtlinientext. Im Gegensatz zum ausländischen Recht wird auf weiter gehende Zurechnungstatbestände verzichtet. So fehlt etwa eine Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien, die anderen Familienmitgliedern gehören.
- 8 Abgesehen wurde von der Umsetzung des **Art. 7 Unterabsatz 1 Anstr. 4 Transparenzrichtlinie I**, da nach deutschem Recht eine isolierte Übertragung des Stimmrechts nicht zulässig ist⁶. Kein Gebrauch gemacht wurde bei der Umsetzung von der Wahlmöglichkeit des Art. 7 Unterabsatz 2 Transparenzrichtlinie I.
- 9 Durch das **Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz** wurde § 22 WpHG an die **Transparenzrichtlinie II** vom 15.12.2004⁷, geändert durch die Änderungsrichtlinie vom 11.3.2008⁸ angepasst. Das gilt insbesondere für § 22 Abs. 1 Nr. 6 WpHG. Ausdrück-

1 Vgl. *Hildner*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen, 2002, S. 82.

2 A.A. von *Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 3.

3 A.A. *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 57; *Steuer/Baur*, WM 1996, 1477 (1478); wie hier für § 30 WpÜG: *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, § 30 WpÜG Rz. 4, 8.

4 Zustimmend LG München v. 6.5.2004 – 4 HKO 929/04, AG 2005, 53; s. jetzt auch *Uwe H. Schneider/Anzinger*, ZIP 2009, 1.

5 Begr. zu § 134 AktG; RegE eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), ZIP 1997, 2059.

6 Begr. RegE zu § 22 Abs. 1 WpHG, BT-Drucks. 12/6679, S. 54; s. auch zur Lage in Österreich: *Kalss*, ÖBA 1993, 615 (623).

7 ABl. EG Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38.

8 ABl. EG Nr. L 76 v. 19.3.2008, S. 50.

lich geregelt wurde auch der Fall, dass der Meldepflichtige zur nicht weisungsgebundenen Stimmrechtsausübung bevollmächtigt wird (s. Rz. 116 ff.). § 22 Abs. 3a WpHG setzt Art. 12 Abs. 5 Satz 1 der Transparenzrichtlinie II um. § 22 Abs. 4 WpHG beruht auf Art. 8 Abs. 2 Unterabs. 2 des Entwurfs der Durchführungsrichtlinie 206/X/EG der Europäischen Kommission. § 22 Abs. 5 WpHG begründet eine neue Ermächtigungsgrundlage für Rechtsverordnungen.

§ 25 und § 25a WpHG, nämlich die 2. und die 3. Säule des Offenlegungsrechts, enthalten keine Zurechnungsvorschriften, die § 22 WpHG vergleichbar wären. In den genannten Vorschriften heißt es nur, dass auch „mittelbar“ gehaltene Instrumente zur Meldepflicht führen können (s. bei § 25a Rz. 20).

II. Verhältnis zu § 30 WpÜG

Die Zurechnungsvorschriften in § 16 Abs. 4 AktG, § 20 Abs. 2 AktG und § 22 WpHG sind ganz und gar unterschiedlich. Dagegen war der Wortlaut von § 22 WpHG und § 30 WpÜG mit den nötigen Abänderungen identisch. Damit sollte die enge inhaltliche Verknüpfung des WpHG zu den Vorschriften des WpÜG hergestellt werden¹. Durch wortgleiche Zurechnungsvorschriften wollte der Gesetzgeber Irritationen am Kapitalmarkt vermeiden. Nun entstehen Irritationen in der Rechtsanwendung.

Inzwischen sind der Wortlaut und die Tatbestandsvoraussetzungen in den §§ 21 ff. WpHG und §§ 29 f. WpÜG vor allem durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) auseinandergelaufen. So wurde etwa in § 21 Abs. 1 Satz 2 WpHG eine Sondervorschrift für Depositary Receipts aufgenommen. Eine entsprechende Vorschrift fehlt in § 30 WpÜG.

Die **abgestimmte Anpassung** des Wortlauts des § 22 WpHG erfolgte durch Art. 2 Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. In der Begr. RegE zu § 30 WpÜG heißt es dazu, veranlasst seien die Modifikationen des früheren § 22 WpHG und des hieran anknüpfenden § 30 WpÜG durch die mit der Anwendung des § 22 WpHG gewonnenen Erfahrungen. Die Anpassungen dienten *zum einen* der Klarstellung bestimmter Sachverhalte, deren Einordnung in der Praxis zu Zweifelsfragen Anlass gegeben hat. *Zum anderen* sollten bestehende Lücken bei der Zurechnung geschlossen werden. Im Ergebnis ist dies aber nur zum Teil gelungen. Zweifelsfragen wurden nicht geklärt. Wesentliche Lücken wurden nicht geschlossen.

III. Auslegung

Die Auslegung von § 22 WpHG und § 30 WpÜG sollte nach dem Willen des Gesetzgebers identisch sein². Dem „**Grundsatz des Gleichlaufs**“ folgt auch die Verwaltungspraxis. Zwingend und überzeugend ist dies nicht³; denn die Zurechnungs-

¹ Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 53, 70.

² Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 53, 70; ebenso: Möller, AG 2002, 170 (174); Liebscher, ZIP 2002, 1009. S. auch European Securities Markets Expert Group, Preliminary Views on the definition of „acting in concert“ vom 17.11.2008.

³ Ebenso OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, AG 2005, 125 (129); Koppensteiner, in: KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2004, Anh. § 22, §§ 21 ff. WpHG Rz. 19; Bayer, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 3; Seibt, ZIP 2005, 732 f.; Uwe H. Schneider, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, § 30 WpÜG Rz. 91; Franck, BKR 2002, 709; von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 19; Borges, ZIP 2007, 357 (361); Gätsch/

vorschriften stehen **in einem ganz unterschiedlichen Regelungszusammenhang**. Die §§ 21 ff. WpHG dienen der Offenlegung wesentlicher Beteiligungen und damit der Transparenz im Kapitalmarkt. § 30 WpÜG ist dagegen mit den Vorschriften, und zwar insbesondere mit den Folgen bei einem Kontrollerwerb zu lesen. Den freien Aktionären soll die Möglichkeit eröffnet werden, noch vor der möglichen Konzernierung der Zielgesellschaft ihre Aktien zu veräußern. Transparenz ist nicht Ziel dieser Vorschrift¹.

- 12a Die Auslegung von § 22 hat zudem **richtlinienkonform** zu erfolgen, und zwar insbesondere im Blick
- auf Art. 7 und 8 der **Transparenzrichtlinie I** vom 12.12.1988²,
 - auf die **Transparenzrichtlinie II** vom 15.12.2004³ sowie
 - auf die **Durchführungsrichtlinie** vom 8.3.2007⁴.
- 13 Entsprechende europarechtliche Vorgaben fehlen für § 30 WpÜG. Die EU-Übernehmerrichtlinie⁵ enthält keine umfassende Zurechnungsnorm, sondern nur in Art. 2 lit. d eine Definition der „gemeinsam handelnden Personen“ (s. bei Rz. 161 ff.). Die „überschießende Rechtsangleichung“⁶ durch die Wortgleichheit der Vorschriften verlangt keine identische Auslegung⁷. Vielmehr kann der unterschiedliche Sinn und Zweck der Vorschriften, nämlich die Herstellung von größtmöglicher Transparenz einerseits und insbesondere die Einführung eines Pflichtangebots bei Kontrolle der Zielgesellschaft andererseits, eine **unterschiedliche Auslegung** von § 22 WpHG und § 30 WpÜG verlangen⁸.
- 14 Verweisungen in § 7 Abs. 1 Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften und in § 1 Abs. 9 Satz 2 KWG auf § 22 WpHG haben für die Auslegung der Vorschrift keine Bedeutung. Insbesondere bedarf es keiner wechselseitigen Abstimmung.

IV. Der Grundsatz der mehrfachen Zurechnung

- 15 Werden Stimmrechte einem Meldepflichtigen zugerechnet, so sind die Stimmrechte bei dem Aktionär, dessen Stimmrechte zugerechnet werden, nicht hinwegzurechnen. Eine „**Absorption**“ (Abzug) findet nicht statt. Bei den Mitteilungspflichten nach § 21 WpHG gilt vielmehr der **Grundsatz der doppelten Meldepflicht**⁹. Der **Grundsatz der**

Schäfer, NZG 2008, 846 (848); *von Bülow*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 141, 154; a.A. *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383 (410); *Möller*, AG 2002, 170 (174); *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568 (608).

1 *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 20; *Seibt*, ZIP 2005, 729 (733); a.A. *Wackerbarth*, ZIP 2005, 1217 (1218).

2 ABl. EG Nr. L 348 v. 17.12.1988; Einzelheiten Vor § 21 Rz. 39.

3 ABl. EG Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38.

4 ABl. EG Nr. L 68 v. 9.3.2007, S. 27.

5 EU-Richtlinie betr. Übernahmeangebote vom 21.4.2004, ABl. EG Nr. L 142 v. 30.4.2004, S. 12.

6 Zur überschießenden Umsetzung von Richtlinien: *Habersack/Mayer*, JZ 1999, 913; *Hommelhoff*, in: FS 50 Jahre BGH, 2000, Band 2, S. 889, 913.

7 *Franck*, BKR 2002, 709; *Holzborn*, in: Zschocke/Schuster (Hrsg.), Bad Homburger Handbuch zum Übernahmerecht, 2003, Rz. C 26.

8 Ebenso *Hirte*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 13; *Mülbert*, Bankrechtstag 2006, S. 141, 150; *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (196); eingehend: *Uwe H. Schneider*, WM 2006, 1321 (1322).

9 S. auch bei § 21 Rz. 93 sowie OLG München v. 9.9.2009 – 7 U 1997/09, ZIP 2009, 2095 (2096) = AG 2009, 793; *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22

mehrfachen Zurechnung gilt entsprechend für § 30 WpÜG¹. Daher können etwa hinsichtlich derselben Stimmrechtsanteile mehrere Personen verpflichtet sein, eine Meldung abzugeben. Exemplarisch ist dies beim Abstimmen des Verhaltens durch eine Vielzahl von Personen (§ 22 Abs. 2 WpHG). Alle Beteiligten können zur Offenlegung verpflichtet sein.

Sind in der Person des Meldepflichtigen mehrere Zurechnungstatbestände verwirklicht, so ist **nur einfach zuzurechnen**; denn der Betreffende kann, so wird vermutet, nur einmal auf die Ausübung des Stimmrechts Einfluss nehmen². Hat ein Tochterunternehmen 5 % der Aktien einer börsennotierten Gesellschaft erworben und die Aktien zugleich treuhänderisch an das Mutterunternehmen übertragen, so werden die Stimmrechte dem Mutterunternehmen nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 3 WpHG zugerechnet. Zu melden sind durch das Mutterunternehmen aber nur 5 %.

Nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG gilt bei der Sicherungsübereignung ausnahmsweise der **Grundsatz der alternativen Zurechnung** (s. Rz. 93). Die Besonderheit dieser Vorschrift besteht darin, dass unter bestimmten Voraussetzungen der Aktionär, dem das Stimmrecht zusteht, nicht meldepflichtig ist.

V. Der Grundsatz der Kettenzurechnung

1. Regelungsproblem

Da § 22 WpHG einen Katalog von Zurechnungstatbeständen enthält, stellt sich die Frage, ob jeder Zurechnungstatbestand für sich abschließend zur Anwendung gelangt (**Einzelzurechnung**) oder ob dem Meldepflichtigen auch die dem Dritten seinerseits zuzurechnenden Stimmrechte zuzurechnen sind (**Kettenzurechnung**)³. Beispiel: Nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG sind den Stimmrechten des Meldepflichtigen auch die Stimmrechte aus Aktien zuzurechnen, die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören. Nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG gilt das Entsprechende für Stimmrechte aus Aktien, an den zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist. Sind dem Meldepflichtigen auch Stimmrechte aus Aktien zuzurechnen, an denen zwar nicht zugunsten des Meldepflichtigen, wohl aber zugunsten eines Tochterunternehmens des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist?

2. Gesetzlich geregelte Kettenzurechnung (§ 22 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 2 Satz 2 WpHG)

Die Kettenzurechnung ist in zwei Fällen ausdrücklich gesetzlich geregelt. Zum einen erfolgt eine Kettenzurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 2 WpHG, wenn einem „Tochterunternehmen“ seinerseits Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2–6 WpHG zugerechnet werden. Unabhängig von der Höhe der Beteiligung ist die Zu-

WpHG Rz. 4; *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 21 WpHG Rz. 36; *Hildner*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen, 2002, S. 100; *Fiedler*, Mitteilungen über Beteiligungen von Mutter- und Tochterunternehmen, 2005, S. 89; *von Bülow/Petersen*, NZG 2009, 1373 (1375) sprechen vom „Grundsatz der doppelten Stimmrechtserfassung“; *Fleischer/Bedkowski*, DStR 2010, 933.

1 *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, § 30 WpÜG Rz. 9, 10 ff.; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 29.

2 Ebenso für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 33; *Löhdefink*, Acting in Concert und Kontrolle im Übernahmerecht, 2007, S. 225.

3 *Burgard*, BB 1995, 2069 (2077) spricht von „kumulierender Zurechnung“.

rechnung in voller Höhe vorzunehmen (§ 22 Abs. 1 Satz 3 WpHG)¹. Dahinter steht der Gedanke, dass das Mutterunternehmen nicht nur die Stimmrechte aus Aktien, die dem Tochterunternehmen gehören, beeinflussen kann, sondern auch die Stimmrechte, die dem Tochterunternehmen seinerseits zugerechnet werden.

- 20 Das Entsprechende gilt nach § 22 Abs. 2 Satz 2 WpHG bei einer Zurechnung auf Grund abgestimmten Verhaltens. Dem Meldepflichtigen werden hiernach nicht nur die Stimmrechte des Dritten zugerechnet, mit dem er sein Verhalten abstimmt, sondern auch die Stimmrechte, die dem Dritten nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2–6 WpHG zugerechnet werden. Das folgt aus der Verweisung auf § 22 Abs. 1 Satz 2 WpHG. Zugerechnet werden ferner die Stimmrechte der Tochterunternehmen des Dritten. Das kann im Ergebnis zu einer **mehrgliedrigen Kettenzurechnung** führen: Dem Meldepflichtigen werden nach § 22 Abs. 2 Satz 2 WpHG nicht nur die Stimmrechte des Dritten und die Stimmrechte der Tochterunternehmen des Dritten, sondern auch die Stimmrechte zugerechnet, die dem Tochterunternehmen des Dritten zugerechnet werden.

3. Gesetzlich nicht geregelte Kettenzurechnung

- 21 Im Übrigen sprechen Sinn und Zweck für eine weiter gehende Kettenzurechnung, soweit der Meldepflichtige **Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte** hat. Dies ist für jede Fallgruppe getrennt zu prüfen². Für § 22 WpHG folgt dies mittelbar aus einer richtlinienkonformen Auslegung des Art. 7 Abs. 1 Anstr. 7 Transparenzrichtlinie I. Danach kommt es nämlich nicht nur auf eine Erwerbsmöglichkeit seitens des Meldepflichtigen oder eines von ihm kontrollierten Unternehmens, sondern auch auf eine Erwerbsmöglichkeit seitens „der anderen unter den vorstehenden Gedankenstrichen bezeichneten Personen“ an.
- 22 Im Blick hierauf ist eine Kettenzurechnung geboten bei Stimmrechten, die einem Treuhänder in seiner Funktion als Treuhänder zugerechnet werden (**Kettentreuhand**)³. Dagegen verbietet sich eine Kettenzurechnung im Blick auf die in § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3, 4, 5 und 6 WpHG genannten Dritten; denn der Meldepflichtige hat insoweit keinen Einfluss auf die Stimmrechte, die diesen Dritten zugerechnet werden.

VI. Information und Auskunft

1. Informationseinholungspflicht des Meldepflichtigen

- 23 Angesichts der schwerwiegenden Folgen bei unterlassener Offenlegung lassen sich die in § 22 WpHG enthaltenen Zurechnungstatbestände nur rechtfertigen, wenn *erstens* dem Meldepflichtigen eine Informationseinholungspflicht (**Informationsverschaffungspflicht**) obliegt, wenn diese *zweitens* von einem abgestimmten System von Informationspflichten des Dritten und Auskunftsrechten des Meldepflichtigen

1 *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 24; *Burgard*, BB 1995, 2069 (2077); *Witt*, AG 2001, 233 (240); *Hildner*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen, 2002, S. 100 ff.; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 59.

2 *Koppensteiner*, in: KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2004, Anh. § 22, §§ 21 ff. WpHG Rz. 21; s. auch LG Köln v. 6.7.2005 – 82 O 150/04, AG 2005, 696 (699).

3 A.A. *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 63, 67.

begleitet werden und wenn *drittens* dem Meldepflichtigen über Bestand und Höhe ein entsprechender Auskunftsanspruch zusteht¹.

Der Meldepflichtige hat dafür zu sorgen, dass ihm die Sachverhalte bekannt werden, die zu einer Zurechnung von Stimmrechten führen. Dabei besteht das Problem, welchen Umfang diese Informationsverschaffungspflicht hat, ob regelmäßig abzufragen ist oder ob nur nach Ablauf gewisser Zeiträume eine Nachfrage geboten ist. Abzustellen ist auf den Einzelfall. Ist **in einem Einzelfall** eine Änderung zu erwarten, die aufgrund der Zurechnung zu einer Überquerung einer Meldeschwelle führen wird, so ist durch den Meldepflichtigen nachzufragen. Muss der Meldepflichtige davon ausgehen, dass sich bei dem Dritten, dessen Stimmrechte ihm zugerechnet werden, **in regelmäßigen Abständen** Änderungen im Bestand ergeben, so muss er für ein entsprechendes Informationssystem sorgen. So können insbesondere kontrollierte Unternehmen durch das Mutterunternehmen zu verpflichten sein, taggleich Bericht zu erstatten. 24

2. Auskunftsrecht des Meldepflichtigen

a) Damit der Mitteilungspflichtige seiner Meldepflicht nachkommen kann, bedarf es bei einzelnen Zurechnungstatbeständen eines entsprechenden Anspruchs auf Auskunft gegenüber dem Aktionär. Dieser folgt teilweise schon aus den besonderen gesetzlichen oder vertraglichen Beziehungen zwischen dem Aktionär und dem Mitteilungspflichtigen. Im Verhältnis zu den kontrollierten Unternehmen folgt dies aus einer entsprechenden Anwendung von § 294 Abs. 3 HGB². 25

Der Aktionär seinerseits ist zur Auskunft verpflichtet, ohne Rücksicht darauf, ob er seinen Sitz im Inland oder im Ausland hat. Damit werden nicht exterritoriale Pflichten begründet. Sie knüpfen vielmehr an die Mitgliedschaft im Inland an. 26

Problematisch ist die Lage allerdings bei einer Kettenzurechnung, wenn das zur Auskunft verpflichtete Unternehmen seinen **Sitz im Ausland** hat. Entgegenstehendes ausländisches Organisationsrecht oder Abwehrgesetze können hier dazu führen, dass das Auskunftsrecht nicht greift. 27

b) Zur Geltendmachung des Auskunftsanspruchs ist durch den Meldepflichtigen vorzutragen, dass konkrete Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass er in Verbindung mit der Zurechnung nach § 22 WpHG eine Meldeschwelle erreicht, überschreitet oder unterschreitet. 28

3. Informationspflicht des Aktionärs gegenüber Meldepflichtigen

Offen gelassen ist im Gesetz, ob der Aktionär einen Dritten, etwa das herrschende Unternehmen, dem die von ihm gehaltenen Aktien zugerechnet werden, über den Aktienbestand und Veränderungen hiervon unaufgefordert informieren muss. Unterlässt dies das kontrollierte Unternehmen, so ruhen die Stimmrechte des herrschenden Unternehmens aus eigenen Aktien, solange es nicht gemeldet hat (§ 28 WpHG). Schwerer Schaden kann entstehen, wenn das herrschende Unternehmen gleichwohl die Stimmrechte ausübt. Vor diesem Hintergrund wird man im Interesse eines aus-

1 Uwe H. Schneider, in: FS Brandner, 1996, S. 565, 573; a.A. von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 38, weil nicht ausdrücklich vorgesehen; s. aber auch von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 46.

2 Zurückhaltend: Windbichler, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1999, § 20 Rz. 51.

gewogenen Auskunfts- und Informationssysteme zur Sicherung der Offenlegungspflichtigen davon ausgehen können, dass der Aktionär zur **Information Dritter verpflichtet** ist, wenn er Anhaltspunkte dafür hat, dass die Zurechnung bei einem Dritten zu einer Meldepflicht führt. Dies gilt auch dann, wenn der Aktionär selbst sein Stimmrecht nicht ausüben will.

VII. Einem Tochterunternehmen gehören (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG)

1. Tochterunternehmen (§ 22 Abs. 3 WpHG)

- 30 Dem Meldepflichtigen zuzurechnen sind Stimmrechte aus Aktien, die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören oder dem Tochterunternehmen seinerseits zugerechnet werden¹. Der Begriff „Tochterunternehmen“ wird in § 22 Abs. 3 WpHG definiert. Es ist richtlinienkonform auszulegen. Durch § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG wurde Art. 7f der Transparenzrichtlinie I (88/627 EWG) umgesetzt. Die Vorschrift wurde sodann durch die Transparenzrichtlinie II geändert (s. Vor § 21 Rz. 8). Aus diesem Grund ist der Begriff „Tochterunternehmen“ im Lichte des Begriffs „kontrolliertes Unternehmen“, definiert in Art. 2 Abs. 1 Buchst. f in der Transparenzrichtlinie II, auszulegen. Er ist nicht identisch mit dem Begriff „Tochterunternehmen“ i.S. von § 290 HGB. Auch die Begriffsbildung im aktienrechtlichen Konzernrecht, das vorrangig dem Schutz der Minderheitsaktionäre und der Gläubiger des abhängigen Unternehmens dient², hilft nur begrenzt weiter. **Maßstab der Auslegung** ist vielmehr das Interesse des Marktes an der Transparenz wesentlicher Beteiligungen. Das verlangt eine weite Auslegung³.
- 31 So braucht es sich bei den Tochterunternehmen nicht um Kapitalgesellschaften zu handeln, wie dies § 290 Abs. 1 Satz 1 HGB verlangt. Das folgt schon aus dem Wortlaut des § 22 Abs. 3 WpHG. „Tochterunternehmen“ kann daher auch eine **OHG** oder eine **KG** sein. Nicht verlangt ist ein eigener Geschäftsbetrieb oder die Absicht der Gewinnerzielung⁴. Als „Tochterunternehmen“ kommt auch eine **BGB-Gesellschaft** in Betracht, die nur Aktien hält oder die als Zwischenholding Einfluss vermittelt. Hat ein Meldepflichtiger Aktien in eine BGB-Gesellschaft eingebracht, an der auch seine Ehefrau eine Minderheitsbeteiligung hält, so muss er sich die Stimmrechte aus den Aktien zurechnen lassen, auch wenn die Gesellschaft keine weiteren Geschäfte betreibt. Auch kann „Tochterunternehmen“ eine Stiftung⁵ sein. Die Stiftung hat zwar keine Mitglieder mit Stimmrechten. Sie kann aber faktisch beherrscht werden, wenn einer Person ein Bestellungs- oder Abberufungsrecht zusteht. Natürliche Per-

1 Zum Zurechnungsprinzip im Konzern: *Wiedemann*, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, 1988, S. 23; kritisch zum wortgleichen § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG: *Arnold*, AG 2006, 567.

2 Begr. RegE AktG 1965, Vorbem. zum Dritten Buch, bei *Kropff*, AktG, S. 373 ff.

3 A.A. *Kindler*, in: FS Hopt, 2010, S. 2081, 2084.

4 *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 13; *Fiedler*, Mitteilungen über Beteiligungen von Mutter- und Tochtergesellschaften, 2005, S. 31; *Sudmeyer*, BB 2005, 688; für § 30 WpÜG: *Versteegen*, in: KölnKomm. WpÜG, § 2 Rz. 193; a.A. *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 6; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 224, 228; wie hier aber *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 63 f.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.1.3.

sonen können dagegen kein „Tochterunternehmen“ sein¹; denn sie können nicht gesellschaftsrechtlich beherrscht sein.

Tochterunternehmen können auch **ausländische Gesellschaften** sein. Entscheidend ist, dass die Stimmrechte durch das ausländische Tochterunternehmen nach den Vorgaben des Mutterunternehmens ausgeübt werden. Auch das Mutterunternehmen kann ein ausländisches Unternehmen sein. Ist ein Trust, wie ihn etwa das angloamerikanische Recht kennt, rechtsfähig, so kann er „Tochterunternehmen“ sein. Der Trust ist daher seinerseits zur Meldung verpflichtet. Die Stimmrechte aus Aktien, die dem Trust gehören, werden aber auch den Trustees zugerechnet, wenn sie die Meinungsbildung des Trust durch Weisungsrechte oder faktisch durch Bestellungs- und Abberufungsbefugnisse der Geschäftsleiter beherrschen². 31a

Zuzurechnen sind die Stimmrechte aus Aktien, die dem Tochterunternehmen **„gehören“**. Das sind die Aktien im Eigentum des Tochterunternehmens, und zwar auch dann, wenn sie verpfändet sind. Und das sind die Aktien, die dem Tochterunternehmen zugerechnet werden. 31b

Ob die Stimmrechte dem Mutterunternehmen auch zugerechnet werden, **wenn sie ruhen**, z.B. weil es sich um eigene Aktien des Tochterunternehmens handelt, ist streitig. Dafür spricht, dass zeitweilige Ausübungshindernisse einer Zurechnung nicht entgegenstehen (**abstrakte Betrachtungsweise**)³ (s. § 21 Rz. 61). 31c

2. Mutterunternehmen

§ 22 Abs. 3 WpHG bezeichnet den Meldepflichtigen, dem ein Tochterunternehmen zugeordnet ist, nicht als Mutterunternehmen. Der Begriff „Mutterunternehmen“ versteht sich nur **im Zusammenhang mit § 290 HGB**. Zu sprechen ist vielmehr vom „Meldepflichtigen, dem zugerechnet wird“. 32

Der Meldepflichtige, dem zugerechnet wird, kann eine natürliche Person⁴ aber auch eine Gesellschaft jeder Rechtsform, eine Stiftung oder eine Körperschaft oder Anstalt des öffentlichen Rechts sein. Dazu gehört eine Personengesellschaft, nämlich in der Form der OHG, der KG oder der BGB-Gesellschaft. Auch für das Mutterunternehmen ist kein Geschäftsbetrieb erforderlich; denn in Frage steht nur die durch Mitteilungspflichten gewollte Transparenz und nicht die Lösung von Interessenkonflikten. 33

3. Unternehmen, die als Tochterunternehmen im Sinne des § 290 HGB gelten (§ 22 Abs. 3 Fallgruppe 1 WpHG)

§ 22 Abs. 3 WpHG unterscheidet zwei Fallgruppen. Zur ersten Fallgruppe gehören Unternehmen, die als Tochterunternehmen i.S. des § 290 HGB gelten, ohne dass es auf die Rechtsform oder den Sitz ankommt. „Tochterunternehmen“ sind hiernach 34

1 OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, NZG 2005, 432 = AG 2005, 125.

2 Ähnlich: BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.1.4; a.A. wohl *Kindler*, in: FS Hopt, 2010, S. 2081.

3 So wohl die Praxis der BaFin, zit. nach *Busch*, AG 2009, 425 (427); *von Bülow*, in: Köln-Komm. WpHG, § 22 Rz. 56; *Oechsler* in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, § 71 Rz. 366; *Singhof*, in: Habersack/Mülbelt/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinformation, 2008, § 20 Rz. 33; dagegen aber *Busch*, AG 2009, 425.

4 OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, NZG 2005, 432 (435) = AG 2005, 125; OLG Stuttgart v. 15.10.2008 – 20 U 19/07, AG 2009, 124 (129); LG Köln v. 5.10.2007 – 82 O 114/06, AG 2008, 336 (338).

erstens Unternehmen, die in einem Konzern unter der einheitlichen Leitung eines Mutterunternehmens stehen und deren Mutterunternehmen eine Beteiligung nach § 271 Abs. 1 HGB gehört. „Tochterunternehmen“ sind *zweitens* Unternehmen, bei denen ein anderes Unternehmen die Stimmrechtsmehrheit hält oder maßgeblichen personellen Einfluss hat oder bei denen es in Folge eines Beherrschungsvertrages oder einer Satzungsbestimmung beherrschenden Einfluss ausüben kann (§ 290 Abs. 1 HGB; § 17 AktG). „Tochterunternehmen“ sind *drittens* Unternehmen, bei denen eine entsprechende indirekte Kontrollrechtsstellung besteht (§ 290 Abs. 3 HGB). Und „Tochterunternehmen“ sind *viertens* Unternehmen, auf die der Meldepflichtige einen beherrschenden Einfluss ausüben kann. Mit diesen vier Fallgruppen geht das Gesetz über die vormalige Regelung in § 22 Abs. 2 WpHG a.F. erheblich hinaus.

4. Unternehmen, auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann (§ 22 Abs. 3 Fallgruppe 2 WpHG)

- 35 Tochterunternehmen i.S. von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 i.V.m. § 22 Abs. 3 WpHG sind ferner Unternehmen, auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann. Auch hierbei kommt es nicht auf die Rechtsform oder den Sitz des Tochterunternehmens an.
- 36 **Beherrschender Einfluss** besteht, wenn der Meldepflichtige die Geschäftspolitik des Tochterunternehmens, insbesondere aber die Bestellung, Abberufung, Anstellung und Vergütung der geschäftsführenden Organmitglieder wesentlich bestimmen kann. Der Einfluss kann **rechtlich oder tatsächlich abgesichert** sein. Er ist rechtlich abgesichert, wenn der Meldepflichtige durch Wahrnehmung seiner Stimmrechte Weisungen, insbesondere zur Wahrnehmung der Stimmrechte erteilen kann. Er ist tatsächlich abgesichert, wenn der Meldepflichtige aufgrund seines Einflusses auf die Bestellung, Abberufung oder Anstellung faktisch seine Vorstellungen zur Geschäftspolitik und zur Wahrnehmung der Stimmrechte durchsetzen kann¹. Die Möglichkeit der Einflussnahme etwa auf Grund der Identität der Organmitglieder genügt. **Nicht verlangt ist, dass auch tatsächlich Einfluss genommen wird.** Die Zurechnung erfolgt, um dem Markt die Machtverhältnisse beim Emittenten, insbesondere bei Wahrnehmung der Stimmrechte, zu vermitteln. **Entherrschungsverträge** lassen die Abhängigkeit nicht entfallen²; denn der Ausschluss der Stimmrechtsausübung durch Vertrag hindert nicht die Ausübung des Stimmrechts, mag diese auch vertraglich unzulässig sein.
- 37 Schuldrechtliche oder sonstige faktische Abhängigkeiten, etwa als Folge von Kredit- oder Lieferverträgen, reichen nicht aus. Dies gilt auch dann, wenn sie neben einer Beteiligung zur tatsächlichen Abhängigkeit führen³. Daher muss sich der Meldepflichtige die Stimmrechte aus Aktien seines Zulieferers oder seiner kreditgewährenden Bank nicht zurechnen lassen.

1 LG Köln v. 5.10.2007 – 82 O 114/06, AG 2008, 336 (338); *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 22 WpHG Rz. 18.

2 OLG Frankfurt/M. v. 22.5.2007 – 5 U 33/06, AG 2008, 87; a.A. *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, § 22 WpHG Rz. 40.

3 So zur Auslegung des § 17 AktG: BGH v. 26.3.1984 – II ZR 171/83, BGHZ 90, 381 (395) = AG 1984, 181; *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 9. Aufl. 2008, § 3 Rz. 21 ff.; *Hüffer*, § 17 AktG Rz. 8; *Koppensteiner*, in: FS Stimpel, 1985, S. 811.

5. KG und GmbH & Co. KG

Steht der GmbH als Komplementärin die Geschäftsführung der KG zu und kann sie daher entscheiden, wie die Stimmrechte, die der KG zustehen, ausgeübt werden, ist sie ein Mutterunternehmen i.S. von § 290 Abs. 1 HGB. Nicht erforderlich ist, dass die GmbH auch anderweitige unternehmerische Interessen verfolgt¹; denn es geht um Transparenz des Einflusses und nicht um konzerntypische Interessenkonflikte, die in § 311 AktG aufgegriffen sind. Einer Zurechnung steht nicht entgegen, dass die GmbH ihren Einfluss als geschäftsführendes Organ der KG ausüben kann. 38

Die KG ist Tochterunternehmen². Der Komplementär-GmbH werden daher die Stimmrechte aus Aktien, die der KG gehören, zugerechnet. Die Komplementär-GmbH kann auch ihrerseits Tochterunternehmen sein, was zur Kettenzurechnung führt. 38a

Ist der GmbH die Geschäftsführungsbefugnis entzogen, entfällt die Zurechnung. Sind weitere Komplementäre bestellt, hängt die Zurechnung davon ab, ob die GmbH bestimmen kann, wie die Stimmrechte aus den Aktien, die der KG gehören, ausgeübt werden. Das Entsprechende gilt, wenn der Komplementär eine natürliche Person ist. Auch er muss sich die Stimmrechte der KG zurechnen lassen. Die KG gilt dann als **Tochterunternehmen des Komplementärs**³. Ist (Allein-)Gesellschafterin der GmbH die KG (Einheitsgesellschaft), soll die GmbH nicht Mutterunternehmen sein⁴. In diesem Fall entscheiden letztlich die Kommanditisten über die Ausübung der Stimmrechte. Ihnen werden sie zugerechnet. 38b

6. Mehrstufiger Konzern

Bei verschachtelten Beteiligungs- und Konzernstrukturen kommt es zu erheblichen Anwendungsproblemen. Hat der Meldepflichtige **mehrere Tochterunternehmen**, besteht ein mehrstufiges Mutter- und Tochterverhältnis, so werden dem Meldepflichtigen die Stimmrechte **aller Tochterunternehmen** zugerechnet. Die Aktien müssen dem „Tochterunternehmen“ gehören. Es muss folglich Inhaber der Mitgliedschaft sein. 39

Dem Meldepflichtigen werden die Stimmrechte der Tochterunternehmen nicht quotal abhängig von der Höhe der Beteiligungsquote, sondern in voller Höhe zugerechnet (§ 22 Abs. 1 Satz 3 WpHG); denn der Meldepflichtige kann auf sämtliche Stimmrechte der Tochterunternehmen Einfluss nehmen. Sein Einfluss begrenzt sich nicht auf seine Beteiligungsquote⁵. 40

Im **mehrstufigen Konzern** kann auch ein nachgeordnetes Unternehmen seinerseits Mutterunternehmen sein, dem die Stimmrechte der Enkel- und Urenkelgesellschaften zugerechnet werden. Hier entstehen **Zurechnungspyramiden** durch Kettenzurechnung. 41

1 Ebenso für § 30 WpÜG: von *Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 76.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.1.2; a.A. *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 22 WpHG Rz. 19; von *Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 233.

3 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.1.2.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.1.2.

5 BT-Drucks. 14/7034, S. 53; für § 30 WpÜG: *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 30 WpÜG Rz. 19; *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 25; *Witt*, AG 2001, 233 (237); *Holzborn*, in: Zschocke/Schuster (Hrsg.), Bad Homburger Handbuch zum Übernahmerecht, 2003, Rz. C 26.

7. Mehrfache Abhängigkeit, gemeinsame Beherrschung (Gemeinschaftsunternehmen)

- 42 Wirken mehrere Unternehmen derart zusammen, dass sie gemeinsam einen beherrschenden Einfluss auf ein anderes Unternehmen ausüben können, so gilt nach § 36 Abs. 2 Satz 2 GWB jedes von ihnen als herrschendes Unternehmen. In § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG fehlt eine ausdrückliche Bestimmung für den Fall mehrfacher Abhängigkeit¹ und gemeinsamer Beherrschung. Es fehlt damit auch eine ausdrückliche Bestimmung für Gemeinschaftsunternehmen. Es gilt jedoch das Entsprechende wie nach § 36 Abs. 2 Satz 2 GWB: Ein Tochterunternehmen kann von mehreren Mutterunternehmen abhängig sein und von diesen gemeinsam beherrscht werden. Sowohl bei bestehender Abhängigkeit² als auch bei einer Konzernlage (Gemeinschaftsunternehmen) können mehrere Unternehmen Mutterunternehmen desselben Tochterunternehmens sein³. In der Praxis folgt daraus ein faktischer Einigungszwang auch darüber, wie Stimmrechte ausgeübt werden⁴. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG verlangt nicht, dass das Mutterunternehmen eine Mehrheitsbeteiligung an dem Tochterunternehmen hält.
- 43 Geht man hiervon aus und sieht in den in der Praxis üblichen **Vermögensverwaltungsgesellschaften** eine Sonderform von einem Gemeinschaftsunternehmen, so sind deren Stimmrechte den Gesellschaftern des Gemeinschaftsunternehmens zuzurechnen.
- 44 Problematisch ist es, ob die Zurechnung in vollem Umfang oder quotal vorzunehmen ist. Nach § 22 Abs. 1 Satz 3 WpHG sind Stimmrechte eines Tochterunternehmens dem Mutterunternehmen **in voller Höhe** zuzurechnen. Offen bleibt, ob dies auch gilt, wenn ein Tochterunternehmen mehrere Mutterunternehmen hat, oder ob es einer teleologischen Reduktion bedarf. Für eine **volle Zurechnung** spricht, dass jedes Mutterunternehmen herrschend ist und Einfluss ausüben kann oder an der Leitung beteiligt ist⁵. Dem steht nicht entgegen, dass die Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG nur quotal erfolgt.

8. Ausnahme für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 22 Abs. 3a WpHG)

- 45 Durch § 22 Abs. 3a WpHG wird Art. 12 Abs. 5 Satz 1 der Transparenzrichtlinie II vom 15.12.2004 umgesetzt. Die Vorschrift wird durch Art. 10 der Durchführungsrichtlinie vom 8.3.2007 (2007/14/EG)⁶ näher konkretisiert. Die EG-Durchführungsrichtlinie ist ihrerseits durch die Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung – TranspRLDV vom 13.3.2008⁷ ins deutsche Recht umgesetzt.

1 S. dazu LG Bielefeld v. 12.11.1999 – 13 O 37/99, DB 2000, 266.

2 BGH v. 4.3.1974 – II ZR 89/72 („Seitz-Gruppe“), BGHZ 62, 193 (199); OLG München v. 17.2.2005 – 23 W 2406/04, WM 2005, 1414 mit Anm. *Sven H. Schneider*, WuB I G G. § 22 WpHG 1.05; sowie dazu *Geßler*, ZGR 1974, 476.

3 *Hüffer*, § 18 AktG Rz. 16; *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, § 18 Rz. 43; *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl. 2010, § 17 AktG Rz. 28 ff. und § 18 AktG Rz. 18 m.w.N.

4 A.A. BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.1.5.

5 OLG München v. 17.2.2005 – 23 W 2406/04, AG 2005, 407.

6 ABl. EG Nr. L 69 v. 9.3.2007, S. 27.

7 Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emit-

§ 22 Abs. 3a WpHG enthält in Satz 1 eine **Ausnahme von der Zurechnung von Stimmrechten** nach § 22 Abs. 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. § 22 Abs. 3 WpHG¹. Die Ausnahme bezieht sich nur auf **Wertpapierdienstleistungsunternehmen** i.S. von § 2 Abs. 4 WpHG, die die Finanzportfolioverwaltung i.S. von § 2 Abs. 3 Nr. 6 WpHG betreiben. Ein solches Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt nicht als Tochterunternehmen, wenn die weiteren in der Vorschrift genannten Voraussetzungen, die in Art. 10 der Durchführungsrichtlinie vom 8.3.2007 (2007/14/EG)² und in § 2 TranspRLDV definiert werden, vorliegen.

a) Die Zurechnung erfolgt nur dann nicht, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Stimmrechte, die mit den betreffenden Aktien verbunden sind, aufgrund von in schriftlicher Form oder über elektronische Hilfsmittel erteilten Weisungen ausübt (**Grundsatz der weisungsabhängigen Stimmrechtsausübung**) oder durch geeignete Vorkehrungen sicherstellt, dass die Finanzportfolioverwaltung unabhängig von anderen Dienstleistungen und unter Bedingungen, die denen der OGAW-Richtlinie vom 20.12.1985³, neu gefasst durch die Richtlinie 2009/65/EG vom 17.11.2009⁴ und ergänzt durch die Richtlinie 2010/43/EU vom 10.7.2010⁵, gleichwertig sind, erfolgt (**Grundsatz der Unabhängigkeit des Wertpapierdienstleistungsunternehmens**).

b) Die Zurechnung erfolgt nur dann nicht, wenn der **Grundsatz der Unabhängigkeit der Stimmrechtsausübung** gewahrt ist. Die Anforderungen an die Unabhängigkeit der Stimmrechtsausübung ergeben sich aus §§ 2 f. TranspRLDV.

§ 2 TranspRLDV Anforderungen an die Unabhängigkeit der Stimmrechtsausübung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens vom Meldepflichtigen

(1) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen übt die Stimmrechte im Sinne des § 22 Abs. 3a Satz 1 Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes unabhängig vom Meldepflichtigen aus, wenn

1. der Meldepflichtige oder ein anderes Tochterunternehmen des Meldepflichtigen nicht durch unmittelbare oder mittelbare Weisungen oder in anderer Weise auf die Ausübung der Stimmrechte aus den Aktien, die von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen verwaltet werden, einwirken darf und
2. das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Stimmrechte aus den von ihm verwalteten Aktien frei und unabhängig von dem Meldepflichtigen und den anderen Tochterunternehmen des Meldepflichtigen ausübt.

(2) Eine unmittelbare Weisung im Sinne des Absatzes 1 Nr. 1 ist jede auf einen bestimmten Fall bezogene Weisung zur Stimmrechtsausübung durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Eine mittelbare Weisung im Sinne des Absatzes 1 Nr. 1 ist jede allgemeine oder besondere Weisung, durch die der Entscheidungsspielraum des Wertpapierdienstleistungsunternehmens in Bezug auf die Stimmrechtsausübung eingeschränkt wird, um bestimmten Geschäftsinteressen des Meldepflichtigen oder eines anderen Tochterunternehmens des Meldepflichtigen Rechnung zu tragen.

ten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind (BGBl. I 2008, 408).

1 S. auch *Röh*, CCZ 2008, 137 mit Handlungsanweisungen.

2 ABl. EG Nr. L 69 v. 9.3.2007, S. 27.

3 ABl. EG Nr. L 375 v. 31.12.1985, S. 3.

4 ABl. EG Nr. L 302 v. 17.11.2009, S. 32.

5 ABl. EG Nr. L 176 v. 10.7.2010, S. 42.

- 49 Zwei weitere Voraussetzungen müssen nach § 22 Abs. 3a WpHG erfüllt sein, damit keine Zurechnung erfolgt. *Erstens* muss der Meldepflichtige der BaFin den Namen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens und die, für dessen Überwachung zuständige Behörde oder das Fehlen einer solchen mitteilen. *Zweitens* hat der Meldepflichtige gegenüber der BaFin zu erklären, dass der Grundsatz der Unabhängigkeit der Stimmrechtsausübung erfüllt ist. Näher ausgeführt wird dies durch § 3 TranspRLDV:

§ 3 TranspRLDV Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

(1) Der Meldepflichtige hat die Angaben nach § 22 Abs. 3a Satz 1 Nr. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes fortlaufend zu aktualisieren.

(2) Eine Erklärung nach § 22 Abs. 3a Satz 1 Nr. 4 des Wertpapierhandelsgesetzes ist hinsichtlich der von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen gehaltenen Finanzinstrumente im Sinne des § 25 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes nicht erforderlich.

(3) Der Meldepflichtige hat der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) auf deren Verlangen nachzuweisen, dass

1. die Stimmrechte auf Grund seiner eigenen Organisationsstrukturen sowie derjenigen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens von ihm unabhängig ausgeübt werden und
2. die Personen, die über die Stimmrechtsausübung entscheiden, unabhängig handeln.

Satz 1 Nr. 1 setzt voraus, dass der Meldepflichtige und das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zumindest schriftliche Strategien und Verfahren festgelegt haben, die dazu bestimmt sind, den Informationsaustausch zwischen dem Meldepflichtigen und dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Bezug auf die Stimmrechtsausübung zu verhindern. Ist der Meldepflichtige seinerseits Kunde des Wertpapierdienstleistungsunternehmens oder hält er Anteile an einer von diesem verwalteten Beteiligung, hat er der Bundesanstalt auf deren Verlangen auch nachzuweisen, dass ein klares schriftliches Mandat besteht, das eine unabhängige Kundenbeziehung zwischen ihm und dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen vorsieht.

VIII. Für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG)

1. Meldepflicht des Halters

- 50 Werden Aktien für Rechnung eines Dritten gehalten, so steht das Stimmrecht dem zu, der die Aktien hält:
- Meldepflichtig ist der „formal“ Berechtigte, weil ihm die Aktien gehören, obwohl er das Stimmrecht nach Weisung dessen ausüben muss, für den er die Aktien hält¹.
 - Und meldepflichtig ist derjenige, für dessen Rechnung gehalten wird.

¹ Zum Problem des empty voting und des decoupling: *Hu/Black*, *Pensylvania Law Review* 156 (2008), 625 (640).

Eine Regelung entsprechend § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG, nämlich die Anwendung des Grundsatzes der alternativen Zurechnung, fehlt bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG. Und damit gilt der allgemeine **Grundsatz der doppelten Zurechnung**¹ (s. § 22 Rz. 15).

2. Auslegung nach Sinn und Zweck

Das Tatbestandsmerkmal „für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten“, findet sich in unterschiedlicher Ausformulierung an vielen Stellen im Gesetz, nicht nur in § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG und § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG, sondern auch in §§ 290 Abs. 3, 313 Abs. 2 und 383 HGB und in §§ 56 Abs. 3, 71a Abs. 2, 71d, 134 Abs. 1 Satz 3, 291 Abs. 1 AktG². Es geht jeweils um das Auseinanderfallen von rechtlicher und wirtschaftlicher Zuordnung. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG entspricht dem in § 22 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. enthaltenen Zurechnungstatbestand. Verlangt ist jeweils eine Auslegung nach Sinn und Zweck der Norm.

3. Einem Dritten gehören

Die Aktien „gehören“ einem Dritten, wenn dieser Inhaber der Mitgliedschaft, also Aktionär, ist („Außenverhältnis“). Dabei ist unbeachtlich, ob zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten ein gesetzliches oder ein rechtsgeschäftliches Rechtsverhältnis besteht³.

Es macht auch keinen Unterschied, wie der Dritte die Aktien erlangt hat, ob der Treugeber die Aktien an den Treuhänder übereignet oder ob etwa ein Kreditinstitut treuhänderisch im Kundenauftrag die Aktien im Markt erworben hat⁴.

4. „Für Rechnung“ gehalten

a) Wirtschaftliche Chancen und Risiken

Für Rechnung des Meldepflichtigen ist gehalten, wenn der Meldepflichtige im Verhältnis zum Dritten („Innenverhältnis“) die **wirtschaftlichen Chancen und die wirtschaftlichen Risiken**⁵ trägt. Es geht um die Fälle der Aufspaltung zwischen dem wirtschaftlichen Substrat einerseits und dem Stimmrecht andererseits (**empty voting**)⁶. Zu den Risiken der Aktie gehören das Bestandsrisiko sowie das Risiko, Abfindungs- oder Ausgleichszahlungen zu erhalten, das Marktrisiko (Kursrisiko), das Dividendenrisiko und das Bezugsrisiko. Trägt der Meldepflichtige die wirtschaftlichen Risiken,

1 OLG München v. 9.9.2009 – 7 U 1997/09, ZIP 2009, 2095 (2096) = AG 2009, 793; krit. BGH v. 19.7.2011 – II ZR 246/09, ZIP 2011, 1862 (1864).

2 Einen guten Überblick gibt *Vedder*, Zum Begriff „für Rechnung“ im AktG und im WpHG, 1999.

3 *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, § 30 WpÜG Rz. 23.

4 Zu dieser zivilrechtlichen Vorfrage: BGH v. 25.11.1964 – V ZR 144/62, WM 1965, 173.

5 Ebenso OLG München v. 9.9.2009 – 7 U 1997/09, ZIP 2009, 2095 = AG 2009, 793; *Haber-sack*, AG 2008, 817; *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501 (1502); *Fleischer/Bedkowski*, DStR 2010, 933; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 65; *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 30; für § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG: *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 31; zu § 22 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. s. 2. Aufl. des Kommentars § 22 Rz. 24; *Nottmeier/Schäfer*, AG 1997, 93; zu § 20 AktG: LG Hannover v. 29.3.1992 – 23 O 64 und 77/91, WM 1992, 1239; *Marsch-Barner*, WuB II A. § 20 AktG 1/92; *Dreher*, EWiR § 20 AktG 1/92, S. 113, 114; zurückhaltend: *Meyer-Landrut*, DZWIR 1992, 417 (423); a.A. *Koppensteiner*, in: FS Rowedder, 1994, S. 213, 218.

6 *Seibt*, ZGR 2010, 795 (797).

so obliegen dem Dritten in der Regel eine Interessenwahrungspflicht, die Pflicht zur Rechnungslegung und die Pflicht, den Gewinn an den Meldepflichtigen abzuführen. Und dem Meldepflichtigen steht das Weisungsrecht zu, wie die Aktien zu verwalten sind, insbesondere wie das Stimmrecht auszuüben ist, ob Bezugsrechte wahrgenommen werden usw.¹.

b) Treuhand

- 56 Der Hauptanwendungsfall von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG ist die **Treuhand**. Auf die Rechtsnatur der rechtlichen Beziehungen zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten kommt es nicht an. In Betracht kommen unterschiedliche Formen der Vermögensverwaltung, u.a. auf Grund Auftrag, Geschäftsbesorgung oder Kommission.
- 57 Fallen die formale Mitgliedschaft und die Zuordnung der wirtschaftlichen Chancen und der wirtschaftlichen Risiken auseinander – und das ist der **Leitgedanke der Zurechnung** –, so wirkt sich dies auch auf die Ausübung des Stimmrechts aus. Der Meldepflichtige hat auf Grund des von ihm zu tragenden wirtschaftlichen Risikos typischerweise auch die **rechtliche, zumindest aber die tatsächliche Möglichkeit**, den formalen Rechtsinhaber anzuweisen, wie er die Stimmrechte auszuüben hat (**abstrakte Betrachtungsweise**)². Für die Zurechnung ist insoweit nicht erforderlich, dass der Meldepflichtige auch vertraglich berechtigt ist, die Stimmrechte auszuüben, oder auch tatsächlich Weisungen erteilt und der Aktionär damit zum bloßen Strohhalm wird.
- 58 Erfasst sind vielmehr alle Ausgestaltungsmöglichkeiten ganz unabhängig von dem Bestehen oder der Ausübung eines Weisungsrechts. Allerdings ist der bloße **tatsächliche Einfluss** nicht ausreichend³, wenn er nicht darauf beruht, dass der Meldepflichtige das wirtschaftliche Risiko trägt.
- 58a Keine Zurechnung soll bei der eigennützigen Sicherungstreuhand erfolgen⁴; denn in diesem Fall könne der Treugeber keinen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte nehmen. Ob eine solche Einschränkung für das Übernahmerecht gilt, kann hier dahinstehen. Mit dem Sinn der Offenlegungspflichten ist eine solche einschränkende Auslegung nicht vereinbar.

5. Aufteilung des wirtschaftlichen Risikos

- 59 Eine Zurechnung erfolgt auch, wenn der Meldepflichtige **nur einen Teil der wirtschaftlichen Chancen und Risiken** trägt. Der Übergang ist fließend⁵. Entscheidend ist, dass das von dem Meldepflichtigen übernommene Risiko **so wesentlich ist**, dass der Meldepflichtige rechtlich aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlich die Mög-

1 *Starke*, Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2002, S. 200.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.2; *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarkt-gesetze, § 22 WpHG Rz. 31; *Veil*, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 1645, 1649; ebenso für § 20 AktG: BGH v. 22.4.1991 – II ZR 231/90, WM 1991, 1166; *Koppensteiner*, in: FS Rowedder, 1994, S. 215.

3 Für § 20 AktG: LG Berlin v. 17.1.1990 – 98 AktE 10/89, WM 1990, 978.

4 Für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 101; zur Sicherungsübereig-nung s. Rz. 92.

5 Zum Stand der Diskussion zu § 20 AktG: *Koppensteiner*, in: FS Rowedder, 1994, S. 213; so-wie *Meyer-Landrut*, DZWIR 1992, 417; *Marsch-Barner*, WuB II A. § 20 AktG 1/92 und *Dreher*, EWIR § 20 AktG 1/92.

lichkeit zu wesentlichem Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte hat¹. Die Zurechnung erfolgt somit auch, wenn der Treuhänder kein vertragliches Recht zur Ausübung des Stimmrecht hat². Sie erfolgt selbst dann, wenn ein Weisungsrecht des Treugebers vertraglich ausgeschlossen ist. Ein solches wesentliches Risiko trägt etwa, wer für bestimmte Aktien, die einem Kreditinstitut gehören, eine **Kursgarantie** oder eine **Dividendengarantie** übernimmt³; denn damit verbleiben die Gewinnchance, die Bezugchance und die Veräußerungschance beim Dritten. Demgemäß ist zuzurechnen.

Das aber bedeutet, dass bei **Cash-Settled Equity Swap** die Stimmrechte, die dem Stillhalter zustehen, dem zugerechnet werden, der die konkrete Möglichkeit künftigen Erwerbs hat⁴. Die Höhe bestimmt sich nach dem Umfang der bestehenden Erwerbsmöglichkeit. Das Problem hat sich mit Einführung des § 25a WpHG keineswegs erledigt; denn die Eingangsschwelle liegt für die Mitteilungspflichten nach den §§ 21 ff. WpHG bei 3% und für die Mitteilungspflichten nach § 25a WpHG bei 5%.

Die entsprechenden Überlegungen gelten für die personelle Aufteilung des wirtschaftlichen Risikos. Zuzurechnen ist auch, wenn der Dritte die Aktien **zugleich auf eigene Rechnung** oder auf **Rechnung weiterer Personen** hält, immer vorausgesetzt, dass der Meldepflichtige wenigstens ein „wesentliches Risiko“ trägt und deshalb auch wesentlichen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte hat.

Im Blick hierauf sind dem Meldepflichtigen keine Stimmrechte aus Anteilen zuzurechnen, wenn der Dritte oder ein Tochterunternehmen die Aktien treuhänderisch nur für sonstige Personen hält⁵.

6. Verwaltungstreuhand

a) Treuhandverhältnisse an Aktien werden in der Regel rechtsgeschäftlich begründet, und zwar entweder durch Übertragung des Vollrechts an den Aktien (Treugut) auf den Treuhänder (**fremdnützige Verwaltungstreuhand**)⁶ oder durch Einräumung einer Vollmacht (**Vollmachtstreuhand**)⁷. Verbunden ist damit die Pflicht zur Wahrnehmung fremder Vermögensinteressen. Diese Pflicht zur Interessenwahrung wird durch das schuldrechtliche Innenverhältnis begründet. Exemplarisch für die Treu-

1 Ebenso *Burgard*, BB 1995, 2069 (2072).

2 VG Frankfurt/M. v. 18.5.2006 – 1 E 3049/05, BKR 2007, 40; *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 30; a.A. *Petersen/Wille*, NZG 2009, 856 (858); für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 98; s. auch *Habersack*, AG 2008, 817 (818).

3 Offen gelassen für § 20 AktG: LG Hannover v. 29.3.1992 – 23 O 64 und 77/91, WM 1992, 1243. *Marsch-Barner*, WuB II A. § 20 AktG 1/92, vertritt die Ansicht, schon die Verpflichtung zur Freihaltung von allen Verlusten und Kosten genüge für eine Zurechnung. Zum Ganzen s. *Koppensteiner*, in: FS Rowedder, 1994, S. 217 f.

4 *Habersack*, AG 2008, 817; *Schanz*, DB 2008, 1899; *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022; a.A. *Fleischer/Schmolke*, ZIP 2008, 1501.

5 S. auch Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen vom 27.5.1994, abgedr. bei *Consbruch/Möller/Bähre/Schneider*, KWG Nr. 4.252.

6 *Coing*, AcP 167 (1967), 99 ff.; *Schwintowski*, Bankrecht, 3. Aufl. 2011, S. 662 ff.; *Mutter*, AG 2006, 644; *Pittroff*, Die Zurechnung von Stimmrechten gem. § 30 WpÜG, 2004, S. 160.

7 *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 16; *Leverenz*, ZBB 1995, 159 (161).

hand ist die Vermögensverwaltung, die sowohl nach dem Verwaltungstreuhand-Modell als auch nach dem Vollmachtstreuhand-Modell organisiert sein kann¹.

- 63 **b)** Von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG erfasst wird nur die Verwaltungstreuhand und damit auch die **Vermögensverwaltung**, für die das Treuhand-Modell gewählt wurde. Dem **Treugeber**, der die Aktien treuhänderisch auf den Treuhänder übertragen hat, sind die Stimmrechte in vollem Umfang zuzurechnen, wenn er allein das gesamte oder das wesentliche wirtschaftliche Risiko trägt, denn er kann typischerweise den Treuhänder anweisen, wie die Stimmrechte auszuüben sind. Hat folglich ein Kunde mehrere Kreditinstitute eingeschaltet, die auf seine Rechnung Aktien erwerben sollen, so werden ihm als Treugeber die Stimmen aller Aktien, die die einzelnen Kreditinstitute bereits erworben haben, zugerechnet. Meldepflichtig kann aber auch das Kreditinstitut als **Treuhänder** in seiner Eigenschaft als Aktionär sein; denn es gilt der Grundsatz der doppelten Zurechnung².
- 63a Ist der Treugeber zugleich Beteiligter eines acting in concert, so muss sich der Treuhänder auch die Stimmrechte der Beteiligten aus dem acting in concert zurechnen lassen³. Bezweifelt wird zwar, dass der Treuhänder eine faktische Einwirkungsmöglichkeit auf die Ausübung der Stimmrechte durch die Acting-Beteiligten habe. Darauf kommt es bei der Kettenzurechnung aber gar nicht an. Entscheidend ist, dass der Stimmrechtseinfluss aller Beteiligten koordiniert wird.
- 64 **c)** Besondere Bedeutung gewinnt die Treuhand bei der Anschaffung und **Verwahrung von Aktien im Ausland**. Der Wertpapierkunde erwirbt vielfach kein Eigentum an den im Ausland angeschafften und verwahrten Papieren. Der kommissionsrechtliche Lieferanspruch wird durch § 22 DepotG ausgesetzt. Stattdessen erhält der Erwerber den Anspruch auf Herausgabe der Aktien aus einem Treuhandverhältnis⁴. Die Stimmrechte werden freilich dem Erwerber nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zugerechnet.
- Zu den Meldepflichten bei **Depositary Receipts** s. bei § 21 Rz. 98.
- 65 Hat eine Gesellschaft treuhänderisch Aktien auf einen „Pensionsfonds“, organisiert etwa in Form eines Vereins, übertragen („**Contractual Trust Arrangement**“)⁵, so ist der Verein meldepflichtig, weil er Aktionär ist. Der Gesellschaft, die ihre Pensionsverpflichtungen ausgelagert hat, sind die Stimmrechte zuzurechnen. Sie ist als Treugeberin meldepflichtig.
- 66 **d)** Bestehen im Blick auf dasselbe Aktienpaket Treuhandverhältnisse zu mehreren Vertragspartnern (**mehrgliedriges Treuhandverhältnis**), verwaltet der Dritte ein Paket für mehrere Unternehmen auf deren Rechnung, hat der Dritte die Interessen dieser Unternehmen wahrzunehmen und entsprechend Rechnung zu legen, so ist zu unterscheiden: Eine Zurechnung erfolgt in diesem Fall nur – und zwar quotal –, soweit so-

1 *Kienle*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl. 2007, § 111 Rz. 9 f.; *Schwintowski*, Bankrecht, 3. Aufl. 2011, S. 663 ff.

2 Ebenso OLG München v. 9.9.2009 – 7 U 1997/09, ZIP 2009, 2095 = AG 2009, 793; a.A. *Widder/Kocher*, ZIP 2010, 457.

3 OLG München v. 9.9.2009 – 7 U 1997/09, ZIP 2009, 2095 = AG 2009, 793; a.A. BGH v. 19.7.2011 – II ZR 246/09, ZIP 2011, 1862; *Brellocks*, ZIP 2011, 2225; *Widder/Kocher*, ZIP 2010, 457; *von Bülow/Petersen*, NZG 2009, 1373; *Fleischer/Bedkowski*, DStR 2010, 933; wie hier auch *Mayrhofer/Pirner*, DB 2009, 2312.

4 BGH v. 1.2.1988 – II ZR 152/87, WM 1988, 403; *Gößmann/Klanten*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl. 2007, § 72 Rz. 136 ff.

5 Zur Ausgestaltung: *Küppers/Louven*, BB 2004, 337.

wohl das wirtschaftliche Risiko, das der Betreffende anteilmäßig trägt, als auch sein Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte **wesentlich** sind¹.

Nicht erforderlich ist es, dass das Treuhandverhältnis wirksam zustande gekommen ist². 67

e) Hat der Dritte seinerseits als Treugeber ein weiteres Treuhandverhältnis begründet (**Kettentreuhand**), so werden dem letzten Treugeber in der Kette die Stimmen aus Aktien nur zugerechnet, wenn ihm durch eine Kette von Treuhandverträgen letztlich die rechtliche oder faktische Stimmrechtsherrschaft zufällt³. Davon ist auszugehen, wenn ihm das wirtschaftliche Risiko aufgebürdet ist. Den zwischengeschalteten Treuhand-Vermittlern wird mangels Einfluss auf das Stimmrecht nicht zugerechnet⁴, es sei denn, dass ein zwischengeschalteter Treugeber über die Ausübung der Stimmrechte entscheidet⁵. 68

Insolvenzverwaltung, Vormundschaft usw. führen nicht zu einer Verwaltungstreuhand⁶; denn sie erwerben nicht das Eigentum an den zur Insolvenzmasse gehörenden Gegenständen. 69

7. Holding und Vermögensverwaltungsgesellschaften

Wird eine Beteiligung durch eine Gesellschaft gehalten, so können damit ganz unterschiedliche Zwecke verfolgt werden. Die Gesellschaft und ihre Satzung, der Gesellschaftszweck, der Gegenstand des Unternehmens, der Umfang der Mitverwaltungsrechte der Gesellschafter, ihr Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte, die mit den Aktien verbunden sind, die die Gesellschaft hält, usw. können in verschiedener Weise ausgestaltet sein. Angesichts dieser Unterschiede lässt sich auch nicht einheitlich beantworten, ob eine Zurechnung gegenüber dem Gesellschafter nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG erfolgt. Auf der einen Seite stehen Holdingstrukturen etwa im Industriekonzern. Auf der anderen Seite stehen die in der Praxis aus ganz unterschiedlichen Gründen, z.B. zur Ausnutzung des steuerlichen Schachtelprivilegs, zur Vermeidung kartellrechtlicher Folgen, zur Verhinderung von räuberischen Übernahmen, zur Risikostreuung oder zur Verschleierung der Beteiligungsverhältnisse usw., gebildeten Vermögensverwaltungsgesellschaften (**Vorschatgesellschaften**). In all diesen Fällen kommt auch eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG in Betracht. 70

a) Holdingstrukturen

Hält ein Unternehmen neben einer anderweitigen unternehmerischen Tätigkeit Beteiligungen, so tragen zwar die Gesellschafter nicht nur das Risiko der ausgeübten unternehmerischen Tätigkeit. Ihnen kommen auch die Chancen und Risiken der Betei- 71

1 Ebenso für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 105; Pittroff, Die Zurechnung von Stimmrechten gem. § 30 WpÜG, 2004, S. 162.

2 Koppensteiner, in: FS Rowedder, 1994, S. 224; a.A. LG Berlin v. 17.1.1990 – 98 AktE 10/89, WM 1990, 978 (987).

3 A.A. Opitz, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 31; wie hier für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 99; von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 72.

4 Ebenso Opitz, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 31.

5 Ebenso von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 105.

6 Opitz, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 34; für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 107.

ligung mittelbar zu. Damit sind die Beteiligungen aber nicht „für Rechnung des Meldepflichtigen“ gehalten; denn die Beteiligungsverwaltung erfolgt im Interesse der Gesellschaft und nur mittelbar im Interesse der Gesellschafter¹.

- 72 Bei der typischen Industrieholding oder bei den Kreditinstituten mit Beteiligungsbesitz werden Stimmrechte aus Aktien, die der Holding gehören, dem Gesellschafter der Holding daher nur zugerechnet, wenn es sich um ein Mutter/Tochterverhältnis i.S. von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG handelt.

b) Vorschaltgesellschaften

- 73 Bei den Vermögensverwaltungsgesellschaften ist nach den unterschiedlichen Gestaltungen zu unterscheiden: Wenn die Vermögensverwaltungsgesellschaft die Beteiligungen aufgrund eines Treuhandvertrags mit einem oder mehreren Gesellschaftern auf deren Rechnung hält (**Vermögensverwaltungsgesellschaft als Treuhänder**) und demgemäß nach Weisung die Stimmrechte ausübt oder ausüben müsste, so sind die Stimmrechte aus diesen Aktien den Treugebern unter den oben genannten (Rz. 56) Voraussetzungen nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zuzurechnen².
- 74 Zweifelhaft ist die Lage indessen bei den Gesellschaften, bei denen ein besonderer **Treuhandvertrag der Gesellschaft mit den Gesellschaftern fehlt**.
- Verfolgt die Gesellschaft noch **andere Zwecke**, hält sie nicht nur die Beteiligung, sondern ist sie auch anderweit unternehmerisch tätig, so erfolgt keine Zurechnung; denn das Halten der Beteiligung erfolgt nicht für Rechnung des Meldepflichtigen.
 - Anders ist die Lage bei solchen Gesellschaften, deren **ausschließlicher Gesellschaftszweck** darin besteht, eine oder mehrere Beteiligungen im Interesse der Gesellschafter zu verwalten. Indiz hierfür ist, dass die Gesellschaft keine anderweitige unternehmerische Tätigkeit entfaltet³.
- 75 Im zuletzt genannten Fall ist nicht entscheidend, ob der treuhänderische Zweck ausdrücklich in die Satzung aufgenommen ist. Die Chancen und Risiken der Beteiligung werden den Gesellschaftern über die Mitgliedschaft an der Vermögensverwaltungsgesellschaft vermittelt. Die Gesellschafter bestimmen aufgrund einer solchen Gestaltung die Ausübung der Stimmrechte. Es kann demgemäß auch keinen Unterschied machen, ob das Halten „für fremde Rechnung“ auf schuldrechtlicher oder gesellschaftsrechtlicher Grundlage geschieht⁴.
- 76 Im Ergebnis bedeutet dies, dass *erstens* Vermögensverwaltungsgesellschaften meldepflichtig sein können. Es bedeutet *zweitens*, dass auch die Stimmrechte der Aktien, die Vermögensverwaltungsgesellschaften gehören, den Gesellschaftern quotala⁵ zuge-

1 Ebenso für § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG: *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 43.

2 *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 18 f.; zu § 20 AktG: BGH v. 22.4.1991 – II ZR 231/90, AG 1991, 270 = WM 1991, 1166 (1168) getrenntes Halten durch individuell zugewiesene Bestände.

3 Ebenso für § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG: *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, § 30 WpÜG Rz. 42 f.

4 OLG Schleswig v. 8.12.2005 – 5 U 57/04, ZIP 2006, 421 (423) = AG 2006, 120; für § 30 WpÜG: *Steinmeyer*, in: Steinmeyer/Häger, § 30 WpÜG Rz. 23; a.A. *von Bülow*, in: Köln-Komm. WpÜG, § 30 Rz. 110.

5 *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 19; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 17; *Lenz/Linke*, AG 2002, 369.

rechnet werden, wenn der alleinige **rechtliche oder faktische Zweck** der Vermögensverwaltungsgesellschaft die Verwaltung einer oder mehrerer Beteiligungen für ihre Gesellschafter ist¹. Zu denken ist hierbei vor allem an die vielfach gebildeten inländischen und ausländischen **Vorschaltgesellschaften**, und zwar ohne Rücksicht auf die Zahl der Gesellschafter. Voraussetzung ist aber, dass der einzelne Gesellschafter **wesentlichen Einfluss auf das Stimmrechtsverhalten** hat. Typischerweise gilt dies nicht nur bei einer Mehrheitsbeteiligung – insoweit ist auch § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG anwendbar –, sondern auch bei einer 50:50-Beteiligung und auch bei einer Minderheitsbeteiligung, wenn Entscheidungen durch Veto blockiert werden können oder wenn das Konsensprinzip vorgesehen oder faktisch praktiziert wird. Anzunehmen ist dies ferner, wenn die Art und Weise der Ausübung des Stimmrechts in vollem Umfang durch die Gesellschafter bestimmt wird, wenn sich die Gesellschafter in der Gesellschafterversammlung nicht einigen können, wie die Gesellschaft das Stimmrecht ausüben soll.

c) Investmentgesellschaften

S. Anh. zu § 22.

77

d) Wertpapierleihe/Aktiendarlehen

aa) Ausgangslage

Bei der „Wertpapierleihe“ im weiteren Sinne handelt es sich nicht um eine Leihe i.S. von §§ 598 ff. BGB, sondern um ein Wertpapierdarlehen gemäß § 607 BGB, um ein Repo-Geschäft oder um ein Sell-Buyback-Arrangement.

78

Beim **Wertpapierdarlehen** verpflichtet sich der Darlehensgeber dem Darlehensnehmer das Eigentum an den Aktien zu verschaffen². Der Darlehensnehmer verpflichtet sich, die Aktien abzunehmen, das vereinbarte Entgelt zu zahlen und zum Ende der Laufzeit des Darlehens Aktien gleicher Art, Menge und Güte zurückzuliefern³. Wertpapierdarlehen dienen typischerweise dazu, dem Darlehensnehmer für einen gewissen Zeitraum Wertpapiere zur Verfügung zu stellen. Einer anderen Begriffsbildung folgt das Pensionsgeschäft i.S. von § 340b Abs. 1 HGB. Es dient dazu, dem Pensionsgeber Liquidität zu verschaffen. Die Aktien werden als Sicherheit für den Anspruch des Pensionsnehmers auf Rückübertragung der Aktien gestellt⁴.

79

Bei den **Repurchase Agreements**, die in der Sprache des Marktes auch als Repo-Geschäfte bezeichnet werden (s. Rz. 90), schließen die Parteien einen Kaufvertrag unter gleichzeitiger Vereinbarung, dass die selben oder gleichartige Aktien zum selben oder einem anderen Preis zu einem späteren Zeitpunkt von dem Erstverkäufer zu-

80

1 A.A. für § 22 WpHG a.F.: *Falkenhagen*, WM 1995, 1007; zweifelnd für § 30 WpÜG: von *Bülow*, in: *KölnKomm. WpÜG*, § 30 Rz. 109; wie hier: *Burgard*, BB 1995, 2069 (2073); *Starke*, Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2002, S. 202.

2 S. dazu den Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen, abgedr. in *Clouth/Vollmuth*, in: *Hopt, Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts- und Bankrecht*, 3. Aufl. 2007, Muster IV.T.1.

3 *Kienle*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch*, § 105 Rz. 34; *Schwintowski*, *Bankrecht*, 3. Aufl., S. 617; *Dörge*, *Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe*, 1993, S. 37 ff.; *Gesell*, *Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht*, 1995, S. 17 ff.; *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221 (222).

4 Einzelheiten bei *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221; *Clouth/Vollmuth*, in: *Hopt, Vertrags- und Formularbuch*, 3. Aufl. 2007, *Bankrecht IV. T. 4 Rz. 1*.

rückgekauft werden¹. Solche Geschäfte haben unterschiedliche Zwecke. Sie dienen auch der Absicherung von Krediten, wobei der Käufer die Wertpapiere als Kreditsicherheit erhält. Bei dieser Vertragsgestaltung werden die Wertpapiere zum Marktpreis zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses verkauft, und zwar zuzüglich von „Zinsen“ im weiteren Sinne. Damit kommt zum Ausdruck, dass sich die Transaktion zum Zeitpunkt des Rückkaufs aus der Sicht der Vertragsparteien als eine Kreditgewährung darstellt. Dabei kommt ein Spekulationselement hinzu, wenn die Kursentwicklung berücksichtigt wird.

- 81 Bei den **Sell-Buyback-Arrangements** schließen die Vertragsparteien zwei getrennte Kaufverträge. Beide Verträge werden zum selben Zeitpunkt abgeschlossen, freilich mit der Besonderheit, dass aufgrund des ersten Kaufvertrags die Aktien sofort auf den Käufer übertragen werden. Dagegen ist die Lieferung der Aktien aufgrund des zweiten Kaufvertrags, also durch den Käufer des ersten Kaufvertrags, gestundet. Auch solche Rechtsgeschäfte stellen wirtschaftlich die Gewährung eines Kredites dar. Dabei dienen die Aktien als Kreditsicherheit – im wirtschaftlichen Sinne. Die Gegenleistung für die Überlassung des gezahlten Kaufpreises als Kredit erfolgt durch einen erhöhten Kaufpreis, in dem die Zinsen eingerechnet sind, vereinbart im zweiten Kaufvertrag.

bb) Meldepflichten des Darlehensnehmers

- 82 Beim Aktiendarlehen wird der Darlehensnehmer während der Darlehensdauer zum Aktionär². Er kann daher auch nach h.A.³ das Stimmrecht ausüben, vorausgesetzt, dass das zugrunde liegende Rechtsgeschäft nicht missbräuchlich war und er die Aktie nicht weiter übertragen hat.
- 83 An diese formale Rechtsstellung knüpft das Gesetz die Meldepflicht des Darlehensnehmers an, ohne weiter danach zu fragen, ob der Rechtsinhaber das Stimmrecht nur auf Weisung eines Dritten, nämlich des Darlehensgebers, ausüben kann. Der Darlehensnehmer ist daher zu **Beginn der Laufzeit**, und zwar zum Zeitpunkt der Übertragung der Aktien, gegebenenfalls schon zum Zeitpunkt des Abschlusses des Darlehensvertrages, wenn ein gewisser Zeitraum zwischen dem Abschluss des Vertrages und der Übertragung der Aktien besteht, mitteilungsspflichtig⁴. Es findet auch keine Absorption statt, wenn und weil die Stimmrechte zusätzlich dem Darlehensgeber zugerechnet werden. Endlich ist nicht entscheidend, wie lange der Darlehensnehmer die Aktien behält; denn § 21 WpHG kennt keine Mindestdauer, für die Aktien gehalten werden müssten⁵. Werden am **Ende der Laufzeit** des Darlehens die Aktien wieder

1 Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), S. 7, Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, Juli 1999, S. 6 ff.

2 OLG München v. 23.11.2006 – 23 U 2306/06, ZIP 2006, 2370 (2373) = AG 2007, 173; Kort, WM 2006, 2149.

3 Str., OLG München v. 23.11.2006 – 23 U 2306/06, ZIP 2006, 2370 (2373) = AG 2007, 173; Sieger/Hasselbach, WM 2004, 1373; krit.: OLG München v. 10.11.2005 – 23 W 2384/05, WM 2006, 291; zum Stand der Diskussion: Kienle, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rz. 50; Kümpel/Peters, AG 1994, 525.

4 Ebenso BaFin, Jahresbericht 2004, S. 205; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. I.2.5.2.2; Opitz, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 45 und 48; Schwark, in: Schwark/Zimmer, § 22 WpHG Rz. 5; Kienle, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rz. 64; Burgard, BB 1995, 2073; Gillor, Der Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte der Europäischen Bankenvereinigung, 2006, S. 196; Uwe H. Schneider, AG 1997, 84; zum Ganzen: Uwe H. Schneider/Brouwer, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 1411.

5 Str.; wie hier: BaFin, Häufig gestellte Fragen zu den §§ 21 ff. WpHG, Stand: Februar 2008.

auf den Darlehensgeber zurück übertragen, so hat der Darlehensnehmer das Unterschreiten der Meldeschwelle mitzuteilen.

Ist der Darlehensnehmer ein **Kreditinstitut**, so können die durch das Aktiendarlehen übertragenen Aktien zum befreiten Handelsbestand gehören, so dass das Stimmrecht aus den entsprechenden Aktien bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unberücksichtigt bleibt¹. Nach Art. 14 Abs. 4 Schweizerische Börsenverordnung-FINMA i.d.F. vom 25.10.2008 besteht eine weitere Ausnahme: „Leihgeschäfte und Geschäfte mit Rückkaufsverpflichtungen sind nicht zu melden, sofern sie standardisiert über Handelsplattformen zum Zwecke der Liquiditätsbewirtschaftung abgewickelt werden“. Eine solche Regelung fehlt im deutschen Recht. Das deutsche Recht kennt auch keine Ausnahme für **konzerninterne Leihgeschäfte**. 84

cc) Meldepflichten des Darlehensgebers

Unterschreitet der Darlehensgeber durch die Übertragung der Aktien keine Meldeschwelle, so ist er auch nicht mitteilungsspflichtig. Wenn er aber durch die Übertragung der Aktien die Meldeschwelle nach § 21 WpHG unterschreitet, so kann dies zu einer Meldepflicht führen². Zwei Fälle sind zu unterscheiden: 85

1. Fall: Die Meldepflicht entfällt, wenn lediglich eine Umschichtung vorliegt. Hier von ist auszugehen, wenn zwar die Übertragung der Aktien zur Unterschreitung der Meldeschwelle führt, zugleich aber eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG erfolgt³. Das ist der Fall, wenn dem Darlehensgeber die Stimmrechte aus den verliehenen Aktien zuzurechnen sind, weil er die wirtschaftlichen Chancen und Risiken der betreffenden Aktien zu tragen hat und auf die Stimmrechtsausübung kraft vertraglicher Vereinbarung Einfluss nehmen kann (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2)⁴. Eine entsprechende Zurechnung erfolgt auch, wenn die Ausschüttungen dem Darlehensgeber erstattet werden, er die Bezugsrechte erhält und ihm die Möglichkeit eingeräumt wird, durch Weisung die Ausübung der Stimmrechte zu bestimmen.

Zu bedenken ist allerdings, dass dem Darlehensgeber zugleich ein schuldrechtlicher Rückübertragungsanspruch zusteht, was zu einer Meldepflicht nach § 25 WpHG führen kann⁵. Und die Meldepflicht nach § 25 WpHG steht unabhängig neben der Meldepflicht nach § 21 WpHG. Der Markt würde jedoch irreführt, wenn nur eine Meldung nach § 25 WpHG erfolgt, ohne zu erläutern, dass die Aktien zunächst auf den Darlehensnehmer übertragen wurden. Dies verlangt entweder eine Gesamtschau mit der Folge, dass auch eine Meldung schon bei der Übertragung der Aktien auf den Darlehensnehmer nach § 21 WpHG erfolgt. In Betracht kommt auch ein Verzicht auf die 25er-Meldung⁶ oder eine zusätzliche Erläuterung zu der Meldung nach § 25 WpHG. Die zuletzt genannte Lösung ist praxisgerecht. 86

1 S. auch *Kienle*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rz. 64.

2 Ebenso *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221 (235); zum Ganzen: *Uwe H. Schneider/Brouwer*, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 1411.

3 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.2.2; *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 1170 (1171); *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 37.

4 BGH v. 16.3.2009 – II ZR 302/06, BGHZ 180, 154: nach der vertraglichen Regelung; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (607); *Uwe H. Schneider/Brouwer*, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 1422; *Krause*, AG 2011, 469 (476).

5 S. dazu Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 26 sowie bei § 25 Rz. 8.

6 BaFin, Häufig gestellte Fragen zu den §§ 21 ff. WpHG, Stand: Februar 2008; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.8.3.2; sowie *Becker*, in: Bürgers/Körber, Anh. § 22/§ 25 WpHG Rz. 4; *Schlitt/Schäfer*, AG 2007, 227 (235); *Schlitt/Hemeling*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 10 Rz. 82.

2. Fall: Wenn der Darlehensnehmer die wirtschaftlichen Chancen und Risiken trägt und über die Ausübung des Stimmrechts entscheidet – das gilt insbesondere bei der Kettenleihe –, erfolgt beim Darlehensgeber keine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2¹ WpHG. Dann hat der Darlehensgeber nach § 21 WpHG das Unterschreiten der Meldeschwelle offenzulegen. Eine Umschichtung liegt nicht vor².

- 87 Auch in diesem Fall war zweifelhaft, ob allein der Rückübertragungsanspruch des Darlehensgebers bei diesem eine zusätzliche Mitteilungspflicht nach § 25 WpHG begründet. Die **Aufsichtspraxis** vertrat bisher die Ansicht, der Rückforderungsanspruch des Darlehensgebers löse bei diesem keine eigenständige Mitteilungspflicht nach § 25 WpHG aus³. Zweifelhaft konnte dies sein, weil der Rückforderungsanspruch kein Finanzinstrument i.S. von § 2 Abs. 2b WpHG ist. Mit der Änderung des § 25 Abs. 1 WpHG durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz erstreckt sich die Meldepflicht aber auch auf sonstige Instrumente. Und in der Begründung zum Regierungsentwurf⁴ heißt es ausdrücklich, dass damit auch der Rückforderungsanspruch des Darlehensgebers aufgenommen werden und meldepflichtig sein soll; denn die Meldung nach § 25 WpHG hat eine andere Qualität wie die Meldung nach § 21 WpHG. Zu melden ist daher eine Schwellenunterschreitung nach § 21 WpHG und eine Schwellenüberschreitung nach § 25 WpHG⁵.

Bei der **Beendigung der Wertpapierleihe** erhält der Darlehensgeber seine Aktien zurück. Das kann wiederum eine Meldepflicht nach § 21 WpHG wegen Überschreitens einer Meldeschwelle begründen. Zugleich entfällt der Rückforderungsanspruch wegen Erfüllung. Auch das muss im Wege der Verfallsanzeige nach § 25 WpHG gemeldet werden. Andernfalls würde der Markt davon ausgehen, dass der schuldrechtliche Anspruch des Darlehensgebers fortbesteht⁶.

dd) Kettenleihe

- 88 Der Darlehensnehmer ist auch dann mitteilungspflichtig, wenn er die Aktien nur kurzfristig hält und dann an den nächsten Darlehensnehmer weiter reicht (Kettenleihe) oder veräußert. Zu melden ist bei einer **Folgeleihe**, dass er als Aktionär zunächst eine Meldeschwelle überschritten hat und dass ein Rückforderungsanspruch für den Darlehensgeber gegenüber dem Entleiher besteht (§ 25 WpHG). Sodann hat er als Zweitdarlehensgeber eine Meldeschwelle unterschritten, weil er die Aktien weiter gereicht hat. Und er hat seinerseits einen Rückforderungsanspruch erhalten, der gleichfalls meldepflichtig ist.

1 BGH v. 16.3.2009 – II ZR 302/06, ZIP 2009, 908 (913) = AG 2009, 991; *Bachmann*, ZHR 173 (2009), 596 (607); *Uwe H. Schneider/Brouwer*, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 1422; *Sieger/Hasselbach*, WM 2004, 1370 (1371); *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 1970 (1171); für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 120.

2 S. auch Art. 14 Abs. 2 und 3 Eidgenössische Börsenverordnung – FINMA i.d.F. vom 25.10.2008: „Meldepflichtig ist nur die Vertragspartei, welche im Rahmen solcher Geschäfte die Effekten vorübergehend übernimmt; bei Leihgeschäften der Borger, bei Geschäften mit Rückkaufverpflichtung der Erwerber sowie bei Sicherungsübereignungen der Sicherungsnehmer. Bei Ablauf des Geschäfts entsteht für die zurückgebende Vertragspartei bei Erreichen oder Unterschreiten eine neuerliche Meldepflicht.“; s. dazu auch *von der Crone/Bileck/Hirschle*, SZW/RSDA 2008, (3).

3 BaFin, Häufig gestellte Fragen zu den §§ 21 ff. WpHG, Stand: Februar 2008; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.8.3.2 sowie VIII.2.5.2.2; dagegen aber 5. Aufl. des Kommentars § 22 Rz. 87.

4 Begr. RegE, BT-Drucks. 17/3628, S. 26.

5 Ebenso *Krause*, AG 2011, 469 (476).

6 *Krause*, AG 2011, 469 (476).

Veräußert der Darlehensnehmer die Aktien weiter, entsteht eine Kettenleihe. Auch 89
für diesen Fall hat der Darlehensgeber gegebenenfalls eine Schwellenunterschreitung
zum Zeitpunkt der Weiterübertragung mitzuteilen. Die Zurechnung nach § 22
Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG endet. Um diese Meldepflicht erfüllen zu können, muss
der Darlehensnehmer verpflichtet werden, den Darlehensgeber entsprechend zu
informieren¹. Dem könnte man entgegenhalten, der Darlehensgeber erhalte einen
schuldrechtlichen Anspruch auf Rückübertragung. Deshalb liege nur eine Um-
schichtung vor (s. bei § 21 Rz. 76). Bei qualifizierter Umschichtung besteht jedoch ei-
ne selbständige Meldepflicht.

ee) Repo-Agreement und Sell-Buyback-Arrangement

Beim Repurchase-Agreement (Repo-Geschäft), das auch als echtes Wertpapierpensi- 90
onsgeschäft bezeichnet wird², verpflichtet sich der Verkäufer als Pensionsgeber, zu ei-
nem bestimmten Zeitpunkt die Aktien zurückzukaufen, und zwar zu einem zuvor
näher bestimmten Preis. Der Käufer als Pensionsnehmer wird Aktionär, was Melde-
pflichten begründen kann. Streitig ist, unter welchen Voraussetzungen dem Pensions-
geber die Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zugerechnet werden. Der
Pensionsgeber trägt typischerweise das Kursrisiko. Er kann daher auch aufgrund dieser
Interessenlage über die Ausübung der Stimmrechte entscheiden, auch wenn dies nicht
ausdrücklich vereinbart ist³. Das rechtfertigt, auch wenn er von seinem Einfluss kei-
nen Gebrauch macht, eine Zurechnung zum Pensionsgeber⁴. Lehnt man dies ab, kann
eine Meldepflicht nach § 25 WpHG entstehen.

Beim **unechten Wertpapierpensionsgeschäft** hat der Käufer zwar das Recht, die Ak- 90a
tien zu dem vereinbarten Preis zurückzugeben, der Verkäufer hat aber nicht das
Recht, die Aktien zurückzuverlangen⁵. Auch in diesem Fall trägt der Pensionsgeber
das Kursrisiko, weshalb ihm die Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG
zugerechnet werden⁶.

Der Pensionsgeber hat einen schuldrechtlichen Anspruch auf Rückübertragung. Er 90b
ist daher nach § 25 WpHG meldepflichtig⁷.

e) Kommissionsgeschäft

Erwirbt der Kommissionär auf Rechnung des Kommittenden, so wird er Aktionär. Er 91
muss sich die Stimmrechte zurechnen lassen, und er kann meldepflichtig werden.
Allerdings werden bei Kreditinstituten die Aktien zum Handelsbestand gehören, so
dass die Stimmrechte nach § 23 Abs. 1 Nr. 3 WpHG nicht berücksichtigt werden.

1 Abweichend: BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.2.2: Meldung schon im Zeit-
punkt der Übertragung der Aktien auf den Darlehensnehmer.

2 Zum Global Master Repurchase Agreement (GMRA) 2011 s. icmagroup.org; *Oulds*, in:
Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1818.

3 S. auch *Kümpel/Peters*, AG 1994, 525 (529).

4 A.A. für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 114; wie hier: *Bieg/
Waschbusch/Käufer*, ZBB 2008, 63 (65).

5 *Bieg/Waschbusch/Käufer*, ZBB 2008, 63 (64).

6 A.A. für § 30 WpÜG: *Steinmeyer*, in: Steinmeyer/Häger, § 30 WpÜG Rz. 35; *Süßmann*, in:
Geibel/Süßmann, § 30 WpÜG Rz. 12; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 115.

7 A.A. für den Fall des Erwerbs eigener Aktien durch den Emittenten: *Cahn*, AG 2008, 230.

Mit dem Erwerb durch den Kommissionär kann auch der Kommittend nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG meldepflichtig sein¹.

IX. Einem Dritten als Sicherheit übertragen (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG)

- 92 Hat ein Aktionär seine Aktien **verpfändet**, so behält er seine mitgliedschaftliche Stellung und damit auch sein Stimmrecht². Er ist daher nach § 21 WpHG meldepflichtig³. Eine Zurechnung an den Pfandgläubiger erfolgt nicht. Er ist daher auch nicht meldepflichtig. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG ist nicht anwendbar⁴. Anders soll dies sein, wenn der Inhaber der Aktie dem Pfandgläubiger überlassen hat, das Stimmrecht unabhängig von den Weisungen des Verpfänders auszuüben⁵.
- 93 Entsprechend ist die Lage bei der **Sicherungsübereignung**. Zwar werden die Aktien auf den Sicherungsnehmer übertragen. Ihm steht daher auch von Rechts wegen das Stimmrecht zu. Er müsste daher auch meldepflichtig sein. Die Bedeutung von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG liegt aber in Halbsatz 2; denn obwohl das Stimmrecht dem Sicherungsnehmer zusteht, folgt aus dem Wortlaut des Art. 7 Unterabs. 1 Anstr. 5 Transparenzrichtlinie I sowie aus der Begründung des RegE zu § 22 WpHG, dass es sich anders als bei den übrigen Tatbeständen des § 22 Abs. 1 WpHG um eine **ausschließliche Zurechnung** handelt. Es gilt an dieser Stelle der **Grundsatz der alternativen Zurechnung**⁶. Das heißt, im Blick auf § 21 WpHG werden die Stimmrechte entweder dem Sicherungsgeber – so der Grundsatz des ersten Halbsatzes – oder dem Sicherungsnehmer – unter der Voraussetzung des zweiten Halbsatzes –, niemals aber beiden, nämlich sowohl dem Sicherungsgeber als auch dem Sicherungsnehmer, zugerechnet⁷.
- 94 Demgegenüber verlangt § 30 WpÜG keine richtlinienkonforme Auslegung. Deshalb gilt für § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG der **Grundsatz der doppelten Zurechnung**⁸.
- 95 Folglich ist zu unterscheiden:
- In der Regel wird das Stimmrecht nur dem **Sicherungsgeber** zugerechnet.
 - Ausnahmsweise wird das Stimmrecht dem **Sicherungsnehmer** zugerechnet, wenn er nicht nur zur Ausübung der Stimmrechte befugt ist, sondern auch die Absicht bekundet, die Stimmrechte nach seinen Vorstellungen auszuüben.

1 Ebenso für § 30 WpÜG: *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 45; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 112.

2 H.A. anstelle anderer: *Zöllner*, in: KölnKomm. AktG, 1970, § 134 Rz. 14 m.w.N.; *Kraft/Hönn*, in: Hadding/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Gesellschaftsanteile als Kreditsicherheit, 1979, S. 163, 179.

3 Ebenso *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 24.

4 A.A. für § 30 WpÜG: *Oechsler*, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 30 WpÜG Rz. 14; wie hier: *Süßmann*, in: Geibel/Süßmann, § 30 WpÜG Rz. 18.

5 *S. von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 154.

6 Die Formulierung wurde durch die BaFin, Emittentenleitfaden 2009, übernommen. S. dort Rz. VIII.2.5.3.

7 *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 50; *Burgard*, BB 1995, 2069 (2075); *Meyer/Bundschuh*, WM 2003, 961; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 103.

8 Str.: *Uwe H. Schneider*, in: Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, § 30 WpÜG Rz. 38; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 29 Rz. 156; *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 51.

Begründet wird die Zurechnung an den Sicherungsgeber damit, dass die Aktien und die damit verbundenen Stimmrechte nach Erfüllung der Verbindlichkeit dem ursprünglichen Aktionär wieder zufallen¹. Hinzu kommt, dass der Sicherungsnehmer in der Regel das Stimmrecht nach den Weisungen des Sicherungsgebers ausüben muss, soweit dem nicht seine Sicherungsinteressen widersprechen². Vor allem wird aber auf die **Vertraulichkeit** der Kreditbeziehungen Rücksicht genommen. Würde nämlich der Rechtsübergang auf den Sicherungsnehmer offen gelegt, so wäre die Öffentlichkeit über die Darlehensaufnahme des Sicherungsgebers informiert. Hiervon sieht aber das Gesetz ab.

Die Stimmrechte werden daher dem Sicherungsnehmer nur ausnahmsweise, und zwar nur ihm zugerechnet, wenn er das Stimmrecht aus den ihm zur Sicherheit übergebenen Aktien selbst ausüben will und er hierbei befugt ist, nach eigenen Vorstellungen zu handeln.

Darüber hinaus soll eine Zurechnung der Stimmrechte an den Sicherungsnehmer selbst dann erfolgen, wenn dieser wegen der zugrunde liegenden Sicherungsvereinbarung die Stimmrechte nicht im eigenen Interesse ausüben darf³. Dem steht entgegen, dass der Meldepflichtige keinen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte hat.

X. Zugunsten des Meldepflichtigen einen Nießbrauch bestellt (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpHG)

Im Aktienrecht ist streitig, wem bei Bestellung eines **Nießbrauchs an Aktien** das Stimmrecht zusteht⁴. Für das WpHG ist durch § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpHG entschieden, dass das Stimmrecht dem Meldepflichtigen, zu dessen Gunsten ein Nießbrauch bestellt ist, zugerechnet wird.

Das macht auch guten Sinn; denn hierdurch wird die zivilrechtliche Vorfrage, wem das Stimmrecht bei Bestellung eines Nießbrauchs bei Aktien generell oder im Einzelfall zusteht, für die Stellung als Meldepflichtiger bedeutungslos⁵.

XI. Durch eine Willenserklärung erwerben kann (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG)

1. Regelungszweck

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG unterscheidet sich in seinem vorrangigen Regelungszweck von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1–4 und Nr. 6 WpHG sowie von § 22 Abs. 2 WpHG. Derjenige, der durch Willenserklärung erwerben kann, hat in der Regel keinen Einfluss auf die Ausübung des Stimmrechts, bis ihm die Aktien übertragen sind. Mit der Begründung, es bestehe bereits die Möglichkeit, das Stimmrecht und den Einfluss

1 Begr. RegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 53; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.3.1.

2 *Zöllner*, in: KölnKomm. AktG, 1970, § 134 AktG Rz. 10.

3 *Franck*, BKR 2002, 715.

4 Zum Streitstand: OLG Koblenz v. 16.1.1992 – 6 U 693/91, ZIP 1992, 844; *Heider*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, § 12 Rz. 7; *Ziemons*, in: K. Schmidt/Lutter, § 12 AktG Rz. 6 einerseits und *Hüffer*, § 16 AktG Rz. 7; *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, § 16 Rz. 28 andererseits.

5 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.4.

wahrzunehmen, lässt sich daher § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 nicht rechtfertigen. Der Meldepflichtige hat jedoch bereits eine gesicherte Rechtsposition. Damit kommt der Normzweck zum Tragen, dass die sich anbahnende Änderung der Beteiligungsstruktur und des Einflusses frühzeitig offen gelegt werden soll (s. Vor § 21 Rz. 19).

2. Auf Übereignung gerichtetes Angebot

- 102 Nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG sind Stimmrechte aus Aktien, die der Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann, zuzurechnen. Streitig ist der Begriff des „Erwerbs“. Einigkeit besteht, dass hierzu jedenfalls auch die **Erlangung des Eigentums an der Aktie** durch entsprechende Willenserklärung gehört. Zuzurechnen ist daher, wenn der Meldepflichtige nur noch die Annahme der Übereignungserklärung erklären muss.
- 103 Das Recht auf Übereignung kann befristet sein, und zwar entweder durch ein festes Datum oder den Tod einer Person. Und die Übereignung kann aufschiebend bedingt sein. Entscheidend ist nicht, dass die Vollendung des Erwerbstatbestands nur noch vom Willen des Erwerbers, sondern dass sie nicht mehr **vom Willen des Veräußerers** abhängt¹. Teilweise wird die Ansicht vertreten, die Verwirklichung des dinglichen Erwerbstatbestands dürfe nur noch **vom Willen des Erwerbers** abhängig sein. Daher seien nur Potestativbedingungen geeignet, zur Zurechnung zu führen². Dann wäre zweifelhaft, ob § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG erfüllt ist, wenn der Erwerb von einem ungewissen künftigen Ereignis, wie etwa die Zahlung durch den Käufer, abhängig ist. Im Ergebnis würde dies, wenn man das verneint, zu einer schwerwiegenden Transparenzlücke führen. Das will § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG nicht. Folglich ist auch meldepflichtig, wenn die Übereignung aufschiebend bedingt erfolgt ist und der Eintritt der Bedingung durch den Veräußerer nicht verhindert werden kann.
- 104 Ist die Übereignung **auflösend bedingt** erfolgt, so ist der Erwerber Aktionär geworden. Es kann nach § 21 WpHG meldepflichtig sein. Tritt die Bedingung ein, verliert der Erwerber seine Rechtsstellung. Er kann wieder wegen Unterschreitung einer Melde-schwelle meldepflichtig werden.

3. Schuldrechtliche Verträge

- 105 a) Streitig war bisher, ob bereits zuzurechnen ist,
- wenn der Meldepflichtige auf Grund eines Kaufvertrags oder eines entsprechenden **schuldrechtlichen Rechtsgeschäfts** die Übereignung zwar verlangen kann, diese aber noch nicht erfolgt ist; und
 - wenn der Meldepflichtige ein **Erwerbsrecht**, ein **Umtauschrecht** oder ein **bindendes Angebot** zum Abschluss eines entsprechenden schuldrechtlichen Vertrages erlangt³.

1 A.A. *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 49; *Steuer/Baur*, WM 1996, 1477 (1480); für § 30 WpÜG: *Walz*, in: Haarmann/Schüppen, 3. Aufl., § 30 WpÜG Rz. 55; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 168; wie hier: *Burgard*, BB 1995, 2069 (2076).

2 So für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 168.

3 Dagegen *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 59, 61; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, Anh. § 22 § 22 WpHG Rz. 24; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 112 f.; *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, § 22 WpHG Rz. 9; *Steuer/Baur*, WM 1996, 1477 (1480); *Witt*, AG 2001, 233 (237); für eine Zurechnung nach § 22 WpHG; *Bayer*,

Es ging dabei um das Verhältnis von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG zu § 25 WpHG. 106
Dazu wurde in der 5. Aufl. des Kommentars die Ansicht vertreten, § 25 WpHG handle nur von der Offenlegung des Haltens von Finanzinstrumenten i.S. von § 2 Abs. 2b WpHG. Die Legaldefinition des Finanzinstruments umfasse aber nicht alle schuldrechtlichen Ansprüche u.a. auch nicht den Lieferanspruch aus einem Kaufvertrag.

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG handle somit nicht nur von den auf Übereignung 107
gerichteten Angeboten, sondern sei zugleich der Auffangtatbestand für schuldrechtliche Erwerbsrechte, die von § 25 WpHG nicht eingefangen würden. Das hatte allerdings die merkwürdige Rechtsfolge, dass für schuldrechtliche Erwerbsrechte unterschiedliche Meldeschwellen galten; denn nach § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG beginnen die Meldeschwellen erst bei 5 %. Bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG i.V.m. § 21 WpHG beginnen die Meldeschwellen aber schon bei 3 %.

Für eine solche weite Auslegung von § 22 WpHG sprach auch die Abstimmung der 108
kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten mit § 20 Abs. 2 AktG. Nach § 20 Abs. 2 AktG rechnen zu den Aktien, die dem Unternehmen gehören, auch Aktien, deren Übereignung das Unternehmen verlangen kann oder zu deren Abnahme das Unternehmen verpflichtet ist¹. § 20 AktG stellt damit Aktien, die einem Unternehmen gehören, solchen Aktien gleich, die bislang lediglich Gegenstand eines schuldrechtlichen Anspruchs auf Übereignung sind. Die unterschiedlichen Formulierungen rechtfertigen keine unterschiedliche Auslegung von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und Nr. 5 WpHG.

b) Durch die Änderung des § 25 WpHG und dessen Erstreckung auch auf sonstige „In- 109
strumente“ (s. bei § 25 Rz. 16) und die Einfügung des § 25a WpHG hat sich die Lage geändert. Die bisherige Regelungslücke in § 25 WpHG ist weggefallen. Daher ist § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG nach den Änderungen durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz eng auszulegen. Die Meldepflichten aufgrund des Haltens von Finanzinstrumenten sind nur noch durch § 25 WpHG und 25a WpHG geregelt. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG begründet Meldepflichten nur noch aufgrund einer Zurechnung beim Erwerb von dinglichen Erwerbsrechten.

Nicht in den Anwendungsbereich des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG fallen somit 110
Ansprüche aus Kaufverträgen, befristeten Kaufverträgen, Wandelschuldverschreibungen² usw.

Frei.

111–115

in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 27; Burgard, BB 1995, 2069 (2076); Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 88; Franck, BKR 2002, 712; Uwe H. Schneider, AG 1997, 81 (83).

1 Eingehend Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl. 2010, § 20 AktG Rz. 21.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.8.1; Hutter/Kaulamo, NJW 2007, 471 (475); Bayer, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 25 WpHG Rz. 3; Becker, in: Bürgers/Körber, Anh. § 22/§ 22 WpHG Rz. 5.

XII. Dem Meldepflichtigen anvertraut oder „aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann“ (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG)

1. Anwendungsbereich

- 116 § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG ersetzt und erweitert die vormalige Zurechnungsvorschrift in § 22 Abs. 1 Nr. 7 WpHG a.F. Durch § 22 Abs. 1 Nr. 7 WpHG a.F. wurde Art. 7 Anstr. 8 Transparenzrichtlinie I ins deutsche Recht umgesetzt. Weggefallen ist die vormalige Formulierung, die Aktien müssten „zur Verwahrung“ anvertraut sein. Damit ist geklärt, dass das Bestehen eines Verwahrungsverhältnisses nicht Tatbestandsvoraussetzung ist¹. Durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz wurde eine zusätzliche Fallgruppe aufgenommen. Den Stimmrechten des Meldepflichtigen stehen Stimmrechte aus Aktien des Emittenten gleich, „aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann ...“.
- 117 Demnach unterscheidet das Gesetz zwei Fallgruppen.
- 118 **Fallgruppe 1:** Die Aktien sind dem Meldepflichtigen „anvertraut“. „Anvertraut sein“ verlangt nicht, dass dem Meldepflichtigen eine Verfügungsbefugnis über die Aktien zusteht. Entscheidend ist vielmehr, dass derjenige, dem zugerechnet wird, erstens nicht in abhängiger Stellung, sondern als selbständiger Vertreter handelt und zweitens die Vermögensinteressen des Aktionärs wahrzunehmen hat, dass er aber in den sich dadurch gezogenen Grenzen die Stimmrechte **nach eigenem Ermessen** ausüben kann.
- 119 In Betracht kommen daher nicht nur vertragliche Rechtsverhältnisse, durch die anvertraut ist, sondern auch gesetzliche Pflichten zur Vermögensverwaltung, etwa aufgrund des elterlichen Sorgerechts², einer Pflegschaft, einer Betreuung, einer Testamentsvollstreckung³. Die Stimmrechte **minderjähriger Kinder** sind daher beiden Elternteilen zuzurechnen⁴.
- 119a Hat der Bevollmächtigte seinerseits **Untervollmacht** erteilt, steht dies einem „anvertraut sein“ nicht entgegen. Die Stimmrechte werden weiterhin dem Bevollmächtigten und ggf. auch dem Unterbevollmächtigten⁵ zugerechnet.
- 120 **Fallgruppe 2:** Durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz wurde die Formulierung „oder aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann“ eingefügt. Damit wurde Art. 10 lit. h der EU-Transparenzrichtlinie II umgesetzt. Aufgegriffen wird der Fall, dass der Meldepflichtige zur Stimmrechtsausübung bevoll-

1 von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 133.

2 VG Frankfurt/M. v. 1.10.2009 – 1 K 390/09 F (3), Beck RS 2010, 52576.

3 Für § 22 WpHG a.F.: Burgard, BB 1995, 2069 (2076); Opitz, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 78; Lange, Der Konzern 2003, 678; Mutter, AG 2006, 644 (Testamentsvollstrecker); a.A. von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 135 (für Nachlass- und Insolvenzverwalter); für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 189.

4 VG Frankfurt/M. v. 1.10.2009 – 1 K 390/09 F (3), Beck RS 2010, 52576; BaFin, Jahresbericht 2009, S. 194; a.A. von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 189; Diekmann, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG, Rz. 61.

5 Ebenso für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 193.

mächtigt ist, ohne weisungsgebunden zu sein. Damit ist nicht notwendig ein „Anvertrautsein“ verbunden.

Der Meldepflichtige ist auch dann nicht weisungsgebunden, wenn er regelmäßig Einzelweisungen erhält, aber die grundsätzliche Weisungsfreiheit fortbesteht. Anders wäre die Lage, wenn der Meldepflichtige nicht zur Ausübung des Stimmrechts berechtigt wäre, wenn keine Weisung erfolgte¹. 120a

Nicht ganz zweifelsfrei ist, ob auch **Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer, Komplementäre, geschäftsführende Kommanditisten, Prokuristen und sonstige Bevollmächtigte** zur Fallgruppe 2 zu zählen sind, wenn sie die Stimmrechte aus den Aktien, die ihrer Gesellschaft gehören, wahrzunehmen haben (s. auch Rz. 209). Die Folge einer Zurechnung wäre, dass bei einer meldepflichtigen Gesellschaft zumindest zugleich die geschäftsführenden Organmitglieder meldepflichtig wären. Das wäre keine marktrelevante Information. Bislang wurde daher die Ansicht vertreten, geschäftsführende Organmitglieder seien nicht meldepflichtig². Begründet wurde dies damit, die Aktien seien den geschäftsführenden Organen nicht anvertraut³. Organmitglieder fallen aber nach Änderung des Gesetzes auch nicht in die Fallgruppe 2; denn sie handeln als Wirkungseinheit („Organ“) für den Aktionär, dem die Stimmrechte zustehen. Eine andere Frage ist es, ob § 22 Abs. 2 WpHG zur Anwendung kommt. Auch sonstigen Bevollmächtigten wird nicht zugerechnet, wenn sie in einem Arbeitsverhältnis zum Aktionär stehen. Bevollmächtigte i.S. von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG müssen rechtlich selbständig sein, damit ihnen zugerechnet wird. 121

2. Nach eigenem Ermessen

Dem Meldepflichtigen werden die Stimmrechte nur zugerechnet, wenn er die Stimmrechte aus den Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann. Ob der Dritte im Wege der offenen Stellvertretung oder im Wege der Stellvertretung für den, den es angeht, handelt, ist nicht entscheidend. Maßgebend ist nicht das Außenverhältnis. Abgestellt ist vielmehr auf das **Innenverhältnis**, nämlich das Verhältnis zwischen dem Meldepflichtigen und dem Aktionär. Dem Meldepflichtigen muss hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts **ein eigener Entscheidungsspielraum** eingeräumt sein. Es darf also keine Weisung vorliegen⁴. Die Zurechnung wird aber nicht deshalb ausgeschlossen, weil der Aktionär Weisungen erteilen könnte⁵. Ein eigener Ermessensspielraum fehlt, wenn der Betreffende verpflichtet ist, den Vorschlägen der Verwaltung der Gesellschaft zuzustimmen. Dagegen macht es keinen Unterschied, ob der Meldepflichtige berechtigt ist, eigennützig die Stimmrechte auszuüben oder verpflichtet ist, im Interesse des Aktionärs zu handeln. Auch ist nicht maßgebend, ob der Meldepflichtige die Stimmrechte tatsächlich ausübt⁶. 122

1 Ebenso: BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.6.

2 von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 135 sowie von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 189; a.A. Lange, Der Konzern 2003, 677.

3 Ebenso für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 189.

4 Begr. RegE, BT-Drucks. 16/2498, S. 34 f.

5 von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 138; Opitz, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarkt-gesetze, § 22 WpHG Rz. 78.

6 von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 137.

3. Vollmachtstreuhand

- 123 a) Treuhandverhältnisse an Aktien können auch in der Weise begründet werden, dass die Aktien nicht auf den Treuhänder übertragen werden (s. Rz. 62), sondern dass der **Treugeber Aktionär bleibt**¹. Der Treuhänder ist aber im Rahmen der **Vermögensverwaltung** verpflichtet, das Vermögen im Interesse des Treugebers zu verwalten. Dazu gehören die Vornahme der Anlageentscheidungen und die Wahrnehmung der Rechte aus den Aktien als Vertreter des Aktionärs („Vertreter-Modell“).
- 124 Weil der **Treugeber** weiterhin Aktionär bleibt, kann er nach § 21 WpHG meldepflichtig sein. Der **Treuhänder** fällt in den Anwendungsbereich des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG nur, wenn er auch die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann. Der Treugeber mag zwar Weisungen geben können. Entscheidend ist jedoch nicht, ob ein solches Recht besteht, sondern ob der Treugeber auch tatsächlich von der Weisungsbefugnis Gebrauch macht. Auch hängt die Mitteilungspflicht nicht davon ab, ob der Treuhänder die Stimmrechte auch tatsächlich ausübt. Meldepflichtig sind vielmehr auch solche „Vollmacht-Vermögensverwalter“, die das Stimmrecht nicht ausüben.
- 125 b) Aus den vorstehenden Überlegungen ergibt sich, dass in den Anwendungsbereich von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG auch die ausländischen, vor allem US-amerikanischen **Investment-Management-Gesellschaften** fallen, die Aktien verwalten, die u.a. von rechtlich selbständigen Fondsgesellschaften gehalten werden². Gesellschafter dieser Fondsgesellschaften sind institutionelle Anleger, u.a. Versicherungsunternehmen, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds usw. Den Investment-Management-Gesellschaften obliegt aufgrund besonderen Verwaltungsvertrags vielfach neben der Verantwortung für entsprechende Anlageentscheidungen auch die Wahrnehmung der Rechte aus den Beteiligungen. Durch eine umfassende oder teilweise Identität der Organmitglieder wird die Umsetzung gewährleistet. Damit stellt sich nur die Frage, ob *erstens* die Stimmrechte der Fondsgesellschaften der Investment-Management-Gesellschaft zugerechnet werden, ob *zweitens* die Stimmrechte im Verhältnis der Fondsgesellschaften zueinander zugerechnet werden und ob *drittens* die Stimmrechte der Fondsgesellschaften den Gesellschaftern zuzurechnen sind.
- 126 Eine Zurechnung zu der Investment-Management-Gesellschaft nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG scheidet aus, weil es an einer Beteiligung fehlt. Die Fondsgesellschaften sind durch die Investment-Management-Gesellschaft nicht kontrolliert. Die Aktien sind aber der Investment-Management-Gesellschaft i.S. des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG anvertraut³. Zuzurechnen ist daher nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG, wenn die Investment-Management-Gesellschaft nach eigenem Ermessen die Stimmrechte ausüben kann. Hiervon ist nicht nur auszugehen, wenn dies der Verwaltungsvertrag vorsieht, sondern auch bei einer umfassenden oder teilweisen Organidentität, vorausgesetzt, dass die Gesellschafter regelmäßig keine Weisungen geben. § 32 Abs. 2 InvG ist nicht anwendbar.
- 127 Eine Zurechnung im Verhältnis der Fondsgesellschaften zueinander findet nicht statt. Eine Zurechnung zu den Gesellschaftern der Fondsgesellschaften erfolgt nur, wenn diese entweder ein Tochterunternehmen des Meldepflichtigen ist (§ 22 Abs. 1

1 BGH v. 13.4.1994 – II ZR 16/93, WM 1994, 896 (900); Kienle, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 111 Rz. 9; Schwintowski, Bankrecht, 3. Aufl., S. 662.

2 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.6.

3 A.A. Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, Jahresbericht 1997, S. 31 (zur alten Fassung des WpHG).

Satz 1 Nr. 1 WpHG) oder wenn die Voraussetzungen des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG gegeben sind.

4. Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG hätte größte praktische Bedeutung, wenn hierdurch auch das Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute¹ erfasst würde. 128

a) Zweifelsfrei nicht nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG zuzurechnen ist, wenn der **Aktionär dem Kreditinstitut ausdrücklich Weisung** erteilt, vgl. § 128 Abs. 3, § 135 Abs. 1 Satz 2 AktG. 129

b) Von diesem Fall abgesehen, ist die Frage streitig². Schon in der **Diskussion über die Transparenzrichtlinie I** auf EG-Ebene bestand keine Einigkeit darüber, ob das Vollmachtstimmrecht erfasst werden sollte. Berichtet wird, dass die Mehrheit der Delegationen der Mitgliedstaaten dies nachhaltig befürwortete und nur bereit war, Art. 7, wie folgt, zu ergänzen: „Kann die betreffende Person Stimmrechte nach Unterabs. 1 letzter Gedankenstrich in einer Gesellschaft ausüben und erreichen oder überschreiten diese zusammen mit den anderen Stimmrechten, die diese Person in der Gesellschaft hält, eine der Schwellen nach Art. 4 Abs. 1, so können die Mitgliedstaaten abweichend von Art. 4 Abs. 1 vorschreiben, dass sie nur verpflichtet ist, die Gesellschaft mit einer Frist von einundzwanzig Kalendertagen vor deren Hauptversammlung zu unterrichten.“ 130

Damit sollten die praktischen Schwierigkeiten beseitigt werden, die sich einerseits daraus ergeben, dass sich der Bestand der aufbewahrten Aktien ständig ändert. Andererseits sollte berücksichtigt werden, dass erst zeitnah zur nächsten Hauptversammlung feststeht, ob Weisungen erteilt werden. Im Übrigen wurde die Ansicht vertreten, dass das Vollmachtstimmrecht „considerably increased the depository's influence over the company when the former was itself the owner of shares in that company“. 131

Diese vorbereitenden Überlegungen im Rahmen der Diskussion zur Transparenzrichtlinie I haben indessen **keinen Niederschlag in den Erwägungsgründen** oder in einer sonstigen der Allgemeinheit zugänglichen Begründung gefunden, so dass sie zur 132

1 S. dazu etwa *Körber*, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, 1989; *Michael Schmidt*, Die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute, 1994; *Kohler*, in: FS Döser, 1999, S. 225 jeweils m.w.N. zu dem umfänglichen Schrifttum; *Götze*, NZG 2010, 93. Zur Frage, ob das Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute die „Abhängigkeit“ i.S. von § 17 AktG begründen kann: *Koppensteiner*, in: KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2004, § 17 Rz. 49 m.w.N.

2 Gegen Zurechnung nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpÜG: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 200; *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 66; *Pittroff*, Die Zurechnung von Stimmrechten gem. § 30 WpÜG, 2004, S. 246 ff.; *Franck*, BKR 2002, 715; für Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Nr. 7 WpHG a.F.: *Burgard*, BB 1995, 2069 (2076); *Burgard*, Die Offenlegung von Beteiligungen, Abhängigkeits- und Konzernlagen bei der Aktiengesellschaft, 1990, S. 188; *Junge*, in: FS Semler, 1993, S. 473, 481; sowie für § 92 Nr. 8 österr. BörseG: *Kalss*, ÖBA 1993, 615 (624); dagegen aber: *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 139; *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 41; *Opitz* in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 69 ff.; *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, § 22 WpHG Rz. 15; *Diekmann*, DZWIR 1994, 13 (18); *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135 (139); *Falkenhagen*, WM 1995, 1007; zweifelnd: *Happ*, JZ 1994, 240 (244); *Weber*, NJW 1994, 2489, 2586; für eine Zurechnung de lege ferenda: *Uwe H. Schneider/Burgard*, DB 1996, 1766.

Auslegung der Transparenzrichtlinie I und zur Auslegung des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG nicht herangezogen werden könnten. Ein Problem der „**Kollision der Motive**“ auf EG-Ebene und auf nationaler Ebene stellt sich demgemäß nicht¹. Die Überlegungen auf EG-Ebene beruhen zudem auf einem Missverständnis von der Ausgestaltung des Vollmachtstimmrechts in der deutschen Praxis.

- 133 Die **Begr. des RegE** und der **Sinn und Zweck** von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG auch in der Fassung durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz und § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpÜG sprechen im Blick hierauf gegen die Ausdehnung dieser Vorschrift auch auf das Vollmachtstimmrecht, wie es durch § 135 AktG ausgestaltet ist². Art. 7 der Transparenzrichtlinie I und damit eine richtlinienkonforme Auslegung stehen dem nicht entgegen.
- 134 Die Begr. RegE zu § 22 Abs. 1 Nr. 7 WpHG a.F. sah das Vollmachtstimmrecht nicht erfasst. Die Kreditinstitute dürften nach § 135 Abs. 5 AktG das Stimmrecht nicht „nach eigenem Ermessen“ ausüben, sondern seien in Abwesenheit von Weisungen grundsätzlich an ihre eigenen Vorschläge gebunden. Und bei diesen Vorschlägen dürfen eigene Interessen des Kreditinstituts nicht berücksichtigt werden. Unter ausschließlicher Wahrung der Interessen des Vollmachtgebers haben die Kreditinstitute vielmehr die Pflicht, **Vorschläge zu unterbreiten**. Diese sind sodann dem Aktionär mitzuteilen (§ 128 Abs. 2 AktG). Hat der Aktionär hierauf keine anderen Weisungen erteilt, so wird unterstellt, dass sich der Aktionär diese Vorschläge zu Eigen macht. Abweichen darf das Kreditinstitut hiervon nur, wenn es annehmen darf, dass der Aktionär bei Kenntnis der Sachlage die abweichende Ausübung des Stimmrechts billigen würde (§ 135 Abs. 5 AktG). Das Ermessen des Kreditinstituts erstreckt sich damit nur auf **die Ausformulierung der Vorschläge**, nicht aber auf die Ausübung der Stimmrechte³. Es liegt damit ein Fall der „Vollmacht mit gebundener Marschroute“⁴ vor. Die Möglichkeit eines Abweichens von der vorgegebenen „Marschroute“ (§ 135 Abs. 5 AktG) hält sich dabei an den üblichen Rahmen eines bindenden Auftrags, von dem der Beauftragte nach den Grundregeln des Auftragsrechts (§ 665 BGB) abweichen darf. Auch für den zuletzt genannten Fall erfolgt aber keine Zurechnung⁵.
- 135 **c)** Gleichwohl sollte nicht verkannt werden, dass das Vollmachtstimmrecht eine Quelle des Einflusses der Kreditinstitute ist. Unter dem Gesichtspunkt der Kontrolle und Transparenz des Einflusses von Kreditinstituten auf Aktiengesellschaften ist es daher rechtspolitisch fragwürdig, dass § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG das Vollmachtstimmrecht nicht erfasst⁶.
- 136 **d)** Was für das Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute gilt, lässt sich auf das Vollmachtstimmrecht der **sonstigen institutionellen Stimmrechtsvertreter**, etwa der Aktionärsvereinigungen oder sonstiger geschäftsmäßig handelnder Personen (§ 135 Abs. 9 AktG) sinngemäß übertragen. Hat der institutionelle Stimmrechtsvertreter den Aktionären keine Vorschläge unterbreitet, an die er mangels besonderer Weisung

1 Uwe H. Schneider, EuZW 1995, 653.

2 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.6.1.

3 So auch Begr. RegE, BT-Drucks. 16/2498, S. 35 sowie Veil, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, Anh. § 22, § 22 WpHG Rz. 26.

4 BGH v. 24.2.1954 – II ZR 63/53, BGHZ 12, 327 (334); Schramm, in: MünchKomm. BGB, 5. Aufl. 2006, Vor § 164 Rz. 63.

5 So: Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, Jahresbericht 1999, S. 33; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.6.1.

6 S. Uwe H. Schneider/Burgard, BB 1996, 1761 (1765 f.), mit Vorschlägen für eine Novellierung der Vorschrift.

gebunden ist, kann der Stimmrechtsvertreter „nach eigenem Ermessen“ abstimmen, so sind ihm die Stimmrechte zuzurechnen und er ist meldepflichtig¹ (s. auch Rz. 198).

e) Sind die Aktien einem **ausländischen Kreditinstitut** mit Sitz im Ausland zur Verwahrung anvertraut, so bedarf es der genauen Analyse im Einzelfall, in welcher Weise das ausländische Recht die Stimmrechtsvollmacht ausgestaltet hat, insbesondere ob das Institut „nach eigenem Ermessen“ die Stimmrechte ausüben kann. 137

5. Mitteilung bei Erteilung der Vollmacht (§ 22 Abs. 4 WpHG)

Durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz wurde § 22 Abs. 4 WpHG eingefügt. Damit wurde Art. 8 Abs. 2 Unterabs. 2 der Durchführungsrichtlinie vom 8.3.2007 der Europäischen Kommission² umgesetzt. 138

Das Ziel der Vorschrift ist es, die Mitteilungspflichten zu begrenzen und damit „**Erleichterung für den Bevollmächtigten**“³ zu schaffen. Beschränkt sich die Vollmacht zur Ausübung von Stimmrechten auf eine Hauptversammlung, müsste der Bevollmächtigte zweimal melden. Gemeldet werden müsste zum einen bei Erteilung der Vollmacht, vorausgesetzt, dass hierdurch Meldeschwellen berührt werden. Zum anderen müsste gemeldet werden, wenn die Vollmacht nach der Hauptversammlung erlischt oder das Ausübungsermessen genommen wird und als Folge hiervon wiederum Schwellen berührt werden. 139

Für diesen Fall sieht die Vorschrift vor, dass **keine zweite Meldung** zu erfolgen hat. Es genügt die Erstmeldung. In dieser muss aber klargestellt sein, „wie die entsprechende Situation in Bezug auf die Stimmrechte aussehen wird, wenn der Bevollmächtigte die ihm übertragenen Stimmrechte nicht mehr ausüben kann“, Art. 8 Abs. 2 Durchführungsrichtlinie vom 8.3.2007⁴. Eine zweite Meldung ist jedoch erforderlich, wenn sich der Stimmrechtsanteil nach der Erstmitteilung verändert und damit nach Beendigung der Hauptversammlung oder nach Wegfall des Ausübungsermessens nicht mehr der selbe Stimmrechtsanteil wie bei Abgabe der Erstmitteilung vorliegt⁵. Für diesen Fall ist die Veränderung in der Zweitmitteilung zu erläutern. § 22 Abs. 4 WpHG kommt nicht zur Anwendung. 140

Frei.

141–160

XIII. Sein Verhalten mit dem Meldepflichtigen abgestimmt (§ 22 Abs. 2 WpHG)

Schrifttum: *Anders/Filgut*, Abgestimmte Stimmrechtsausübung – ist die Einzelfallausnahme systemwidrig?, ZIP 2010, 1115; *Borges*, Acting in Concert – vom Schreckgespenst zur praxistauglichen Zurechnungsnorm, ZIP 2007, 357; *von Bülow*, Acting in Concert: Anwendungsprobleme des neuen Zurechnungstatbestands, in: Veil (Hrsg.), Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 137; *von Bülow*, Angebotspflicht auf Grund Acting in Concert bei Aufsichtsratswahl?, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 141; *von Bülow/Bücker*, Abgestimmtes

1 *Uwe H. Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 93; zur unterschiedlichen Praxis der Stimmrechtsvertreter *Andresen*, Der Aufsichtsrat 2008, 74.

2 ABl. EG Nr. L 68 v. 9.3.2007, S. 27.

3 Begr. RegE, BT-Drucks. 16/2498, S. 35.

4 ABl. EG Nr. L 68 v. 9.3.2007, S. 31.

5 Begr. RegE, BT-Drucks. 16/2498, S. 35.

Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, ZGR 2004, 669; von *Bülow/Stephanblome*, Acting in Concert und neue Offenlegungspflichten nach dem Risikobegrenzungsgesetz, ZIP 2008, 1797; *Casper*, Acting in Concert – Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes, ZIP 2003, 1469; *Diekmann*, Acting in Concert: Absprachen zur Besetzung des Aufsichtsrats, DStR 2007, 445; *Diekmann/Merkner*, Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – ein Überblick über den Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz, NZG 2007, 921; *Düchting*, Acting in Concert, 2010; *Drinkuth*, Gegen den Gleichlauf des Acting in Concert nach § 22 WpHG und § 30 WpÜG, ZIP 2008, 676; *Fiedler*, Mitteilungen über Beteiligungen von Mutter- und Tochtergesellschaften, 2005; *Fleischer*, Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankenaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, 185; *Gaede*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008; *Gätsch/Schäfer*, Abgestimmtes Verhalten nach § 22 II WpHG und § 30 WpÜG in der Fassung des Risikobegrenzungsgesetzes, NZG 2008, 846; *Gesell*, Abstimmung bei der Besetzung des Aufsichtsrats – zulässige Einflussnahme oder Acting in Concert?, in: FS Maier-Reimer, 2010, S. 123; *Goette*, Aktuelle Rechtsprechung des II. Zivilsenats zum Aktienrecht, DStR 2006, 2132; *Goette*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2006, 2007, S. 1; *Habersack*, Beteiligungstransparenz Adieu? – Lehren aus dem Fall Continental/Schaeffler, AG 2008, 817; *Halasz/Kloster*, Acting in Concert im Lichte der aktuellen höchstrichterlichen Rechtsprechung, Der Konzern 2007, 344; *Hamann*, In concert or not in concert?, ZIP 2007, 1088; *Hammen*, Analogieverbot beim Acting in Concert?, Der Konzern 2009, 18; *Hoppe/Michel*, Acting in concert in der Fassung des Risikobegrenzungsgesetzes, BaFinJournal 04/10, S. 3; *Kocher/Heydel*, Kein abgestimmtes Verhalten und kein Stimmrechtsausschluss durch Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 543; *Korff*, Das Risikobegrenzungsgesetz und seine Auswirkungen auf das WpHG, AG 2008, 692; *Krause*, Die „kalte“ Übernahme, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669; *Löhdefink*, Acting in Concert und Kontrolle im Übernahmerecht, 2007; *Pentz*, Acting in Concert – Ausgewählte Einzelprobleme zur Zurechnung und zu den Rechtsfolgen, ZIP 2003, 1478; *Psaroudakis*, Acting in Concert in börsennotierten Gesellschaften, 2009; *Renz/Rippel*, Die Informationspflichten gem. §§ 21 ff. WpHG und deren Änderungen durch das Risikobegrenzungsgesetz, BKR 2008, 309; *Saenger/Kessler*, Abgestimmtes Verhalten i.S.d. § 30 Abs. 2 WpÜG bei der Aufsichtsratswahl, ZIP 2006, 837; *K. Schmidt*, Acting in Concert, JbFfSt 2007/2008, 310; *Schmidtbleicher*, Das „neue“ Acting in Concert – ein Fall für den EuGH?, AG 2008, 73; *Uwe H. Schneider*, Acting in Concert – ein kapitalmarktrechtlicher Zurechnungstatbestand, WM 2006, 1321; *Uwe H. Schneider*, Acting in Concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten?, ZGR 2007, 440; *Schockenhoff/Schumann*, Acting in Concert – geklärte und ungeklärte Rechtsfragen, ZGR 2005, 568; *Schockenhoff/Wagner*, Zum Begriff „Acting in Concert“, NZG 2008, 361; *Spindler*, Acting in Concert – Begrenzung von Risiken durch Finanzinvestoren, WM 2007, 2357; *Vaupel*, Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater, AG 2011, 63; *Veil*, Stimmrechtszurechnungen aufgrund von Abstimmungsvereinbarungen gem. § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG, in: FS Karsten Schmidt, 2009, S. 645.

Schrifttum zu § 30 WpÜG: *Berger/Filgut*, „Acting in Concert“ nach § 30 Abs. 2 WpÜG, AG 2004, 592; *Löhdefink*, Acting in Concert und Kontrolle im Übernahmerecht, 2007; *Mülbert*, Übernahmerecht im Gefolge der EU-Übernehmerichtlinie, in: Bankrechtstag 2006, 2007, S. 141; *Seibt*, Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestandes in § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert), ZIP 2004, 1829; *Vogel*, Der Handelsbestand im Übernahmerecht – Offene Fragen des § 20 WpÜG, NZG 2005, 537; *Weiler/Meyer*, „Abgestimmtes Verhalten“ gemäß § 30 WpÜG: Neue Ansätze der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht?, NZG 2003, 909; *Weiss*, Der wertpapierhandelsrechtliche und übernahmerechtliche Zurechnungstatbestand des Acting in Concert, 2007; *Winner/Schulz*, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht – M&A und die Krise, Österreichisches Bankarchiv 2010, 82.

1. Regelungsgegenstand und Regelungszweck

- 161 § 22 Abs. 2 WpHG entspricht § 30 Abs. 2 WpÜG. Beide Vorschriften sind durch das Risikobegrenzungsgesetz geändert worden. Im Gegensatz zu § 30 Abs. 2 WpÜG ist § 22 Abs. 2 WpHG aber entgegen der Verwaltungspraxis, die für eine einheitliche

Auslegung plädiert¹, im Interesse einer normativ bezweckten Transparenz weit auszulegen (s. Vor § 21 Rz. 33 ff.). Die Vorschrift will durch die Einbeziehung des „**acting in concert**“ Zurechnungslücken schließen. Sie will das im US-amerikanischen und britischen Offenlegungs- und Übernahmerecht entwickelte „voting group-concept“ bzw. das „acting in concert“ einfangen². Allerdings werden im Ausland teilweise unter dem Begriff „acting in concert“ alle Zurechnungsvorschriften zusammengefasst. International gibt es keinen einheitlich verstandenen Begriff des „acting in concert“³. So zählen etwa nach dem britischen Takeover Code 2010 Konzernsachverhalte (parent, subsidiaries and fellow subsidiaries) zum „acting in concert“. Diese sind jedoch für die Meldepflichten bereits in § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 angesprochen. Im City Takeover Code 2010 wird „acting in concert“ wie folgt definiert:

„Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control (as defined below) of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company. A person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with each other.

Without prejudice to the general application of this definition, the following persons will be presumed to be persons acting in concert with other persons in the same category unless the contrary is established:-

- (1) a company, its parent, subsidiaries and fellow subsidiaries, and their associated companies, and companies of which such companies are associated companies, all with each other (for this purpose ownership or control of 20 % or more of the equity share capital of a company is regarded as the test of associated company status);
- (2) a company with any of its directors (together with their close relatives and related trusts);
- (3) a company with any of its pension funds; and the pension funds of any company covered in (1);
- (4) a fund manager (including an exempt fund manager) with any investment company, unit trust or other person whose investments such fund manager manages on a discretionary basis, in respect of the relevant investment accounts;
- (5) a connected adviser with its client and, if its client is acting in concert with an offeror or with the directors of the offeree company, with that offeror or with those directors respectively, in each case in respect of the shareholdings of that adviser and persons controlling, controlled by or under the same control as that adviser (except in the capacity of an exempt fund manager or an exempt principal trader); and
- (6) directors of a company which is subject to an offer or where the directors have reason to believe a bona fide offer for their company may be imminent.“

Diese Definition bezieht sich auf Übernahmeangebote und nicht auf die Meldepflicht bei wesentlichen Beteiligungen. Sie ist insoweit durch die Praxis geprägt. Die Definition ist wiederholt, zuletzt im Jahr 2006, angepasst worden. So wird u.a. klar gestellt, dass auch Gesellschaften und ihre geschäftsführenden Organmitglieder (s. Nr. 2 sowie Rz. 209), Gesellschaften mit allen ihren Pensionsfonds und ein „connected advisor“⁴ mit seinen Klienten als Beteiligte eines „acting in concert“ angesehen werden.

1 Hoppe/Michel, BaFinJournal 2010, Heft 04, S. 3.

2 Näher hierzu Sec. 13d-5(b)(1) Securities Exchange Act; Nobel, in: Druey/Böckli/Nobel, Rechtsfragen um die Aktionärsbindungsverträge, Zürich 1998, S. 75; Choi/Pritchard, Securities Regulation, New York 2005, S. 734; Coffee, Cardozo Law Rev. 15 (1994), 837 (878); Coffee, Michigan Law Rev. 95 (1997), 1970 (1977); Gaede, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008, S. 115.

3 S. auch OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1312 = AG 2004, 617; von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 670; Casper, ZIP 2003, 1470; Gesell, in: FS Maier-Reimer, 2010, S. 123, 126.

4 S. dazu die Definition in den Notes zu „acting in concert“.

2. Entstehungsgeschichte

- 163 Die Zurechnung von Stimmrechten aufgrund eines „acting in concert“ war in der Vergangenheit sowohl im Inland als auch im Ausland heftig umstritten. Die Diskussion beruhte teilweise auf einem Missverständnis; denn es geht nicht um die Zulässigkeit oder Unzulässigkeit von Abreden unter den Aktionären, sondern nur um die Zurechnung von Stimmrechten und die damit verbundenen melderechtlichen und übernahmerechtlichen Rechtsfolgen.
- 164 § 22 Abs. 2 WpHG geht auf Art. 10 lit. a EU-Transparenzrichtlinie II zurück. Art. 10 lit. a enthält eine besondere, etwas unglücklich formulierte Zurechnungsvorschrift. Hiernach sind auch Stimmrechte zu berücksichtigen, „die von einem Dritten gehalten werden, mit dem diese natürliche oder juristische Person eine Vereinbarung getroffen hat, die beide verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des betreffenden Emittenten zu verfolgen, indem sie die von ihnen gehaltenen Stimmrechte einvernehmlich ausüben“.
- 165 Im deutschen Recht war schon i.d.F. des § 22 Abs. 2 WpHG durch das **Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen** vom 20.12.2001, das zuvor in § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG, dem Vorgänger von § 22 Abs. 2 WpHG, aufgenommene Merkmal der Verfolgung langfristig gemeinschaftlicher Ziele bezüglich der Geschäftsführung der börsennotierten Gesellschaft weggefallen.
- 166 Erhebliche Unsicherheit löste sodann die Entscheidung des **II. Senats des BGH** vom 18.9.2006¹ aus. Der Senat vertrat zu § 30 Abs. 1 Satz 1 WpÜG die Ansicht, die Vorschrift erfasse nur solche Vereinbarungen, die sich auf die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft beziehen, also nur auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung. Da zumindest vor Inkrafttreten des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes zugleich die Ansicht vertreten wurde, § 30 WpÜG und § 22 WpHG seien in derselben Weise auszulegen, hätte dies zu einer erheblichen Einschränkung des melderechtlichen acting in concert geführt.
- Dies nahm der Gesetzgeber nach intensiver Diskussion zum Anlass, durch das **Risikobegrenzungs-gesetz** den Tatbestand neu zu fassen².

3. Beteiligte der Vereinbarung oder Abstimmung

a) Mehrere Beteiligte

- 167 § 22 Abs. 2 WpHG verlangt eine Vereinbarung oder eine Abstimmung in sonstiger Weise, also einen kommunikativen Vorgang³ zwischen dem Meldepflichtigen und einem oder mehreren Dritten. **Auf Seiten des Meldepflichtigen** kann die Vereinbarung oder Abstimmung auch durch ein Tochterunternehmen erfolgen, nicht aber durch sonstige Dritte, deren Stimmrechte dem Meldepflichtigen zugerechnet werden. **Auf Seiten des Dritten** kann eine Person handeln, die entweder selbst Stimmrechte hält oder der Stimmrechte zugerechnet werden. So kann der Dritte ein Treugeber sein, dem seinerseits Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zugerechnet wer-

1 BGH v. 18.9.2006 – II ZR 137/05, BGHZ 169, 98 = AG 2006, 883 mit abl. Anm. *Uwe H. Schneider*, ZGR 2007, 440; zustimmend: *Halasz/Kloster*, Der Konzern 2007, 344 (347); *Borges*, ZIP 2007, 357 (361); s. auch *Goette*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2006, 2007, S. 1, 20.

2 Zur Bilanz nach nahezu 2 Jahren: *Hoppe/Michel*, BaFinJournal 2010, Heft 04, S. 3.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.8.

den. Auch können in die Vereinbarung oder Abstimmung weitere Personen einbezogen sein, denen keine Stimmrechte zustehen¹. Keiner der an der Vereinbarung oder Abstimmung Beteiligten muss ein „Unternehmen“ sein. Gleichfalls nicht erforderlich ist ein Wohnsitz oder eine Niederlassung der Beteiligten im Inland.

Es gibt weder eine **Mindestzahl** noch eine **Höchstzahl** von Personen, die sich abstimmen. Zwei Personen genügen. Ein organisiertes Abstimmen ist aber auch zwischen einer Vielzahl von Aktionären möglich. 168

b) Gemeinsamer Vertreter

Nicht erforderlich ist, dass die Beteiligten in Person handeln und sich in jedem Einzelfall abstimmen. § 22 Abs. 2 WpHG ist erst recht verwirklicht, wenn die Personen, denen die Stimmrechte zustehen oder zugerechnet werden, einen gemeinsamen Vertreter bestellen, sich diesem unterordnen und dieser die Vereinbarung trifft oder die Abstimmung vornimmt². 169

Handelt jemand in Bezug auf die Gesellschaft zugleich im eigenen Namen sowie im Auftrag und im Namen eines Dritten, so ist dies ein exemplarischer Fall der „Abstimmung“. Voraussetzung ist, dass der Betreffende einen gewissen Ermessensspielraum hat oder gar „eigenverantwortlich“ handelt. Hierher zählt das Handeln der geschäftsführenden Organmitglieder im Namen der Gesellschaft und im eigenen Namen (s. Rz. 209), die Testamentsvollstreckung, die Vormundschaft, die Wahrnehmung von Stimmrechten durch Kreditinstitute und Aktionärsvereinigungen usw. 170

Zum Problem des Beraters als Beteiligter s. Rz. 210. 171

4. Vereinbarung und Abstimmung in sonstiger Weise

Der Begriff „**Vereinbarung**“ umfasst alle Verträge der Zivilrechtsdogmatik, also Stimmbindungsverträge, Interessenwahrungsverträge, Gesellschaftsverträge usw.³. Eine Vereinbarung liegt daher auch vor, wenn die Beteiligten die Koordinierung der Ausübung ihrer Stimmrechte in einem Verein oder in einer Gesellschaft, gleich welcher Rechtsform, zusammenfassen. Ist eine solche Vereinbarung getroffen, führt dies zur Zurechnung. 172

Streitig war zu § 22 Abs. 1 Nr. 3 WpHG a.F., ob darüber hinaus auch ein **abgestimmtes Verhalten** zur Zurechnung führte⁴. Eine rechtliche Verpflichtung der Beteiligten ist nicht erforderlich. Eine wechselseitige Information und Beratung genügt nicht, um eine Zurechnung zu begründen⁵. Ausreichend ist aber ein gentlemen's agreement, also ein **bewusst praktiziertes Zusammenwirken**⁶. Weder brauchen klagbare Ansprüche noch müssen sonstige Rechte und Pflichten durch die Beteiligten begrün- 173

1 A.A. wohl *Casper*, ZIP 2003, 1469 (1475).

2 OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, AG 2005, 125.

3 *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 79.

4 BGH v. 18.9.2006 – II ZR 137/05, WM 2006, 2080 (2082) zu § 30 WpÜG; *Uwe H. Schneider*, WM 2006, 1321 (1323).

5 OLG Frankfurt/M. v. 25.8.2003 – WpÜG 5/03 und WpÜG 8/03, ZIP 2003, 1977 (1980); *Casper*, ZIP 2003, 1469 (1475); *Liebscher*, ZIP 2002, 1005 (1008); *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 22 WpHG Rz. 83; *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, § 22 WpHG Rz. 20; *von Bülow*, in: Veil, Übernahmerecht in der Praxis, 2009, S. 137, 143; s. auch Rz. 197.

6 OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1309 (1312) = AG 2004, 617; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383 (411); ebenso für § 22 Abs. 2 WpHG: *Witt*, AG 2001, 238.

det sein. Es genügt eine ausreichend sichere Grundlage für koordiniertes Vorgehen¹. Verlangt ist eine **ausreichende Intensität und eine ausreichende Finalität**². Ein abgestimmtes Verhalten liegt im Anwendungsbereich des § 22 Abs. 2 WpHG, wenn die Partner unter Berufung auf den kaufmännischen Anstand, die gemeinsamen Interessen als institutionelle Anleger, der Familie, die Interessen der Anbieter oder Nachfrager im Markt usw. Übereinstimmung erzielen, ihr Verhalten in Bezug auf die Gesellschaft abzustimmen³. Ausreichend sind damit abgestimmte Abreden in einem förmlichen Familienrat, im informellen Familienkreis oder in einer Arbeitsgemeinschaft kommunaler Aktionäre. Und ausreichend sind Abstimmungen institutioneller Anleger, unabhängig davon, ob diese sich ihrerseits organisiert haben, etwa in einem **Council of Institutional Investors** („Calpers-AG“) oder einem **Verband**, z.B. der Association of British Insurers oder der National Association of Pension Funds⁴. Ziel der Abstimmung muss es sein, dass die Beteiligten koordiniert ihre Interessen wahrnehmen. Die Stimmrechte sind im Verhältnis der institutionellen Anleger wechselseitig zuzurechnen.

- 174 Bei einem **unbewussten gleichförmigen Abstimmungsverhalten** in der Hauptversammlung fehlt es an einem Zusammenwirken⁵. Das Entsprechende gilt, wenn sich die Beteiligten nur beraten⁶, ohne auf ein bewusst praktiziertes Zusammenwirken abzielen⁷. Die Grenzen sind an dieser Stelle fließend. Entscheidend ist das gemeinsame Vorgehen. Gleichförmiges Abstimmungsverhalten begründet auch nicht die Vermutung eines abgestimmten Verhaltens (s. Rz. 194 ff.).

5. Der Inhalt der Vereinbarung oder Abstimmung

a) Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten

- 175 Nicht jedes vereinbarte oder abgestimmte Verhalten ist ein acting in concert. Hinzu kommen müssen qualifizierende Merkmale. Der Meldepflichtige und der Dritte müssen ihr Verhalten „**in Bezug auf diesen Emittenten**“ abstimmen, an der sie Stimmrechte halten oder deren Stimmrechte ihnen zugerechnet werden. Weiter konkretisiert ist dies im Gesetz nicht. Aus dem normativen Zusammenhang ergibt sich aber, dass es Ziel der Beteiligten sein muss, entweder Einfluss auf die Willensbildung und Entscheidungsfindung des Emittenten (s. Rz. 177 ff.) oder Einfluss auf den Markt zum Erwerb oder zur Veräußerung der Aktien des Emittenten zu nehmen (s. Rz. 185 ff.). Geklärt ist heute, dass der Einfluss auf die Willensbildung und Entschei-

1 Ebenso *Vaupel*, AG 2011, 63 (76). Zur vergleichbaren Lage bei § 17 AktG, BGH v. 4.3.1974 – II ZR 89/72, BGHZ 62, 193 (199); *Geßler*, ZGR 1974, 476; *Lutter*, NJW 1973, 113; *Hüffer*, § 17 AktG Rz. 16; s. auch zum US-amerikanischen „voting-group-concept“: *Coffee*, *Cardozo Law Rev.* 15 (1994), 837 (879); *Coffee*, *Michigan Law Review* 95 (1997), 1970 (1977).

2 So die Formulierung durch das schweizerische Bundesgericht BGE 130 II 530 Übernahmerecht.

3 Zustimmend: *Krause*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669, 689.

4 S. dazu *Financial Times* vom 25.5.2005, S. 13: „In the UK, the Association of British Insurers and the National Association of Pension Funds regularly act as forums to put across such collective points of view“.

5 *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, § 22 WpHG, Rz. 92; zuletzt *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543. Ebenso für § 30 WpÜG: OLG Frankfurt/M. v. 25.8.2003 – WpÜG 5/03, WpÜG 8/03, ZIP 2003, 1977.

6 OECD Principles of Corporate Governance 2004, Regel II. G.: „Shareholders, including institutional shareholders, should be allowed to consult with each other on issues concerning their basic shareholder rights ...“; ebenso Principle 5 UK Stewardship Code.

7 *Angerer*, in: Geibel/Süßmann, § 2 WpÜG Rz. 39; *Schüppen/Walz*, in: Haarmann/Schüppen, § 30 WpÜG Rz. 67; *Liebscher*, ZIP 2002, 1007.

dungsfindung des Emittenten nicht auf die Ausübung von Stimmrechten gerichtet sein muss (s. Rz. 181).

Kein Bezug zur Gesellschaft besteht, wenn die Beteiligten sich über ihr **Verhalten als Dritte**, etwa als Vertragspartner der Gesellschaft z.B. als Darlehensgeber, als Lieferant oder Arbeitnehmer abstimmen. 175a

b) Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten (1. Fallgruppe)

§ 22 Abs. 2 Satz 1 WpHG bildet zwei Fallgruppen zur Konkretisierung des Inhalts der Vereinbarung oder Abstimmung des Verhaltens i.S. von § 22 Abs. 2 Satz 1 WpHG, nämlich die Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten (**1. Fallgruppe**) und die Verständigung mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten (**2. Fallgruppe**). 176

Die erste Fallgruppe sieht vor, dass sich die Vereinbarung oder Abstimmung auf die Ausübung von Stimmrechten beziehen muss. Die **Absicht** genügt. Die Meldepflicht entsteht schon mit Abschluss der Vereinbarung oder zum Zeitpunkt der Abstimmung. Es kommt nicht darauf an, dass die Stimmrechte auch tatsächlich koordiniert ausgeübt werden¹. Eine gegenseitige Information ist nicht ausreichend. Verlangt ist vielmehr, dass das Stimmverhalten koordiniert wird. Zu denken ist daher an Vereinbarungen oder Abstimmungen über das Stimmverhalten in Bezug auf alle oder einzelne Tagesordnungspunkte. Ausreichend ist daher die Abstimmung des Stimmverhaltens über alle künftigen Kapitalerhöhungen oder die Entlastung eines Organmitglieds. Der Abstimmungsgegenstand muss keine Dauerhaftigkeit oder Nachhaltigkeit aufweisen². 177

Die Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten ist kein Sonderfall im Verhältnis zur 2. Fallgruppe³; denn im Gegensatz zur 2. Fallgruppe kommt es weder darauf an, welche Absichten die Beteiligten damit verfolgen, noch ob sie einen spürbaren und/oder nachhaltigen Einfluss auf die Unternehmensleitung gewinnen oder ob die Beteiligten einzelne Maßnahmen, die die Zielsetzung des Unternehmens betreffen, durchsetzen wollen oder breitflächig und/oder nachhaltigen Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen können⁴. 178

Früher war das anders. § 22 Abs. 1 Nr. 3 WpHG a.F. verlangte, dass die Beteiligten sich verpflichteten, künftig die Stimmrechte einvernehmlich auszuüben, und zwar um „langfristig gemeinschaftliche Ziele bezüglich der Geschäftsführung der börsennotierten Gesellschaft zu verfolgen“. Dabei war jedoch zu bedenken, dass die Hauptversammlung nach deutschem Aktienrecht anders als etwa in einer Reihe von ausländischen Rechtsordnungen nicht über die Geschäftspolitik entscheidet. Die Anwendbarkeit der Norm wäre damit auf solche Fälle beschränkt, in denen ausnahmsweise durch HV-Beschluss unmittelbar auf die Geschäftspolitik Einfluss genommen werden soll. 178a

1 Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.8.

2 LG Hamburg v. 16.10.2006 – 412 O 102/04, ZIP 2007, 427.

3 A.A. für § 30 WpÜG: *Anders/Filgut*, ZIP 2010, 1115 (1117).

4 *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, § 22 WpHG Rz. 85; *Wilsing/Goslar*, DB 2007, 2467 (2468).

c) Einfluss auf die Zielsetzung des Unternehmens (2. Fallgruppe)

aa) Die Ausgangslage

- 179 Spätestens mit Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes ist jetzt klargestellt, dass sich die Vereinbarung oder Abstimmung nicht auf die **Ausübung von Stimmrechten** in der Hauptversammlung beziehen muss, sondern auch die **faktische Einflussnahme** auf Aufsichtsrat und Vorstand, z.B. durch Druck und Versprechungen, zum Gegenstand haben kann. Dabei muss Ziel eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung sein.
- 179a Unsicherheit war durch die Entscheidung des **II. Senats des BGH** vom 18.9.2006¹ entstanden. Der Senat vertrat die Ansicht, § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG erfasse nur solche Vereinbarungen, die sich auf die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft, also auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung beziehen². Würde die Vereinbarung oder Abstimmung sich nur auf die Vorgänge im Aufsichtsrat beziehen, reiche dies nicht aus³. Da teilweise die Ansicht vertreten wird, die melderechtlichen und die übernahmerechtlichen Zurechnungsvorschriften seien identisch auszulegen⁴, hätte dies auch für § 22 Abs. 2 WpHG bedeutet, dass sich die Vereinbarung oder Abstimmung auf die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung beziehen müsste.
- 180 Mit dem Risikobegrenzungsgesetz ist indessen klargestellt: „Auch die Abstimmung im Vorfeld der Hauptversammlung kann somit künftig ein relevantes Zusammenwirken darstellen ...“⁵.
- 181 Die Vereinbarung oder Abstimmung kann auch dazu dienen, an der Hauptversammlung vorbei **faktischen Einfluss** auf die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft zu gewinnen⁶. Auch hier genügt nicht die Absicht, den Vorstand zu einer einzelnen Maßnahme anzuhalten, z.B. ein spin-off vorzunehmen oder eine Maßnahme nicht vorzunehmen, z.B. ein Übernahmeangebot gegenüber den Aktionären einer Zielgesellschaft nicht abzugeben oder nicht weiter zu verfolgen. Die Abstimmung muss vielmehr, wie auch bei der vereinbarten oder abgestimmten Ausübung von Stimmrechten, auf eine dauerhafte und nicht lediglich auf eine Interessenkoordination im Einzelfall gerichtet sein⁷.

bb) „in sonstiger Weise“

- 182 Die 2. Fallgruppe ist die Reaktion auf die „restriktive Haltung des Bundesgerichtshofs“⁸, der eine Abstimmung über die Ausübung von Stimmrechten verlangte. Das

1 BGH v. 18.9.2006 – II ZR 137/05, BGHZ 169, 98 = AG 2006, 883 mit abl. Anm. *Uwe H. Schneider*, ZGR 2007, 440; s. dazu auch *Goette*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2006, 2007, S. 1, 20; *Noack*, LMK 2006, 204721; *Borges*, ZIP 2007, 357 (362).

2 Zustimmend: *Fleischer*, ZGR 2008, 185 (199); *Diekmann*, DStR 2007, 445; *Mülbert*, in: Bankrechtstag 2006, S. 141, 157; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301 (303); *Borges*, ZIP 2007, 357 (363); *Halasz/Kloster*, Der Konzern 2007, 344 (346); *Spindler*, WM 2007, 2357 (2358).

3 BGH v. 18.9.2006 – II ZR 137/05, BGHZ 169, 98 ff. = AG 2006, 883, Rz. 17.

4 So noch Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 8; dagegen: *Drinkuth*, ZIP 2008, 676; sowie oben § 22 Rz. 12 f.

5 Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 11.

6 A.A. zum alten Recht für § 30 WpÜG: OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5, 6 und 8/03, AG 2004, 617 = ZIP 2004, 1309 (1312); wohl auch BaFin vom 19.10.2005 (Deutsche Börse) (www.bafin.de/presse).

7 Zum früheren Recht: *Liebscher*, ZIP 2002, 1008.

8 Begr. RegE, BT-Drucks. 16/7438, S. 6 f., 11; *Düchting*, Acting in Concert, 2009, S. 110.

ist für diese Fallgruppe nicht erforderlich. Ausreichend ist nach der Änderung des § 22 Abs. 2 WpHG eine Vereinbarung oder Abstimmung, wonach **faktisch außerhalb der Hauptversammlung** auf den Vorstand Einfluss genommen werden soll, etwa durch Drohung, auf seine Abberufung hinzuwirken, die Vorstandsmitglieder mit Schadensersatzansprüchen zu überziehen, den Vorstand in der Öffentlichkeit zu diffamieren oder in der Hauptversammlung einen Misstrauensantrag zu stellen¹. Der Einfluss muss auf der **gesellschaftsrechtlichen Beteiligung** beruhen. Ein expliziter oder mittelbarer Hinweis auf den Stimmrechtseinfluss ist nicht erforderlich². Die Abhängigkeiten sind den Beteiligten bewusst. Auf der anderen Seite genügt eine tatsächliche Abhängigkeit etwa von einem Kreditinstitut als Kreditgeber oder einem Hersteller als Lieferant nicht³.

cc) Änderung der unternehmerischen Ausrichtung

Die 2. Fallgruppe verlangt darüber hinaus, dass sich die Beteiligten mit dem Ziel verständigen, **eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten zu erreichen**. 183

Ziel muss es sein, diese Änderung durch den gegenwärtigen oder den künftigen Vorstand und Aufsichtsrat herbeizuführen. Die Regierungsbegründung nennt als Beispiele die Zerschlagung des Unternehmens und die die Gesellschaft lähmende Sonderdividende⁴. Als Beispiel werden ferner genannt die grundlegende Änderung des Geschäftsmodells und die Trennung von wesentlichen Geschäftsbereichen⁵. Zu eng ist die Ansicht, verlangt sei eine Abweichung vom bisher verfolgten Gesellschaftszweck oder vom satzungsmäßigen Unternehmensgegenstand⁶; denn das würde eine Satzungsänderung verlangen. Geprägt wird die unternehmerische Ausrichtung vielmehr von der **Unternehmenspolitik**, also durch die langfristige Ausrichtung von Einkauf, Verkauf, Produktion, Vertrieb, Finanzierung etc.⁷. Keine Änderung der unternehmerischen Ausrichtung wird beabsichtigt, wenn nur der gegenwärtige Zustand aufrechterhalten werden soll. Nicht ausreichend ist daher die Unterstützung des derzeitigen Vorstands, der die bisherige Unternehmenspolitik beibehalten will⁸. 184

Das Drängen, einzelne oder alle Aufsichtsratsmitglieder oder Vorstandsmitglieder zu ersetzen, reicht daher nicht aus. Personen können jedoch für eine Änderung der Geschäftspolitik stehen oder sind persönlich abhängig von einem Aktionär, der seinerseits auf eine Änderung der Unternehmenspolitik drängt. Kommt dies hinzu, liegt eine beabsichtigte Änderung der unternehmerischen Ausrichtung vor⁹. 184a

Maßgebend ist die gemeinsame **Absicht** der Beteiligten und nicht, ob ihnen ihr Vorhaben auch gelingt¹⁰. Die Verabredung genügt. Der beabsichtigte Einfluss muss aber 184b

1 Zu den Methoden: *Seifert/Voth*, Invasion der Heuschrecken, 2006, S. 135 ff.
 2 So aber *Krause*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669, 692.
 3 Ebenso *Krause*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 694.
 4 Begr. RegE, BT-Drucks. 16/7438, S. 11.
 5 Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 16/9821, S. 12.
 6 So wohl von *Bülow/Stephanblome*, ZIP 2008, 1797 (1798).
 7 So wohl auch die Verwaltungspraxis: *Hoppe/Michel*, BaFinJournal 2010, Heft 04, S. 3.
 8 Zweifelnd: *Krause*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669; wie hier: Bericht des Finanzausschusses: BT-Drucks. 16/9821, S. 15; *Hoppe/Michel*, BaFinJournal 2010, Heft 04, S. 3, 5.
 9 Begr. RegE, BT-Drucks. 16/7438, S. 11; zur kalten Übernahme: *Krause*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669.
 10 *Spindler*, WM 2007, 2357 (2360); *Wilsing/Goslar*, DB 2007, 2467 (2468); von *Bülow/Stephanblome*, ZIP 2008, 1797 (1798); *Korff*, AG 2008, 692 (694); *Krause*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669, 695.

beides sein, nämlich **dauerhaft und erheblich**. Nicht genügt ein dauerhafter Einfluss, der nicht erheblich ist und ein erheblicher Einfluss, der nicht dauerhaft ist¹. Der beabsichtigte Einfluss ist erheblich, wenn eine **Gesamtschau der Änderungen** ergibt, dass nicht eine einzelne Maßnahme verwirklicht werden soll, z.B. kein Export von Waffen in ein bestimmtes Kriegsgebiet.

d) Abgestimmter Parallelerwerb

- 185 Die Vereinbarung oder die Abstimmung der Beteiligten muss sich nicht unmittelbar auf die Ausübung von Stimmrechten oder den Einfluss auf die Geschäftspolitik beziehen; denn die §§ 21 ff. WpHG zielen nicht auf eine Offenlegung der Kontrolle der Herrschaftsstrukturen sondern die Veränderung von Stimmrechtsanteilen, und zwar gerade auch auf deren Aufbau als auch deren Abbau. Die Vereinbarung oder die Abstimmung können daher auch entgegen der Verwaltungspraxis das koordinierte Erwerben (**abgestimmter Parallelerwerb**)², das koordinierte Festhalten der jeweiligen Beteiligung oder das abgestimmte Veräußern der Aktien durch die Beteiligten zum Inhalt haben³. Das folgt aus dem Sinn und Zweck der Vorschrift, nämlich ein heimliches Anschleichen zu verhindern. Streitig ist, ob die Beteiligten zusätzlich vereinbaren oder sich abstimmen müssen, auf die Ausübung der Stimmrechte oder die Zielsetzung des Unternehmens Einfluss zu nehmen⁴. Hierfür genügt die mittelbare Absicht.
- 186 Im Blick auf das **gemeinschaftliche Erwerben** sind drei Fälle zu unterscheiden:
- 187 *Zum einen* liegt ein gemeinschaftliches Verabreden vor, wenn die Beteiligten im **Außenverhältnis** gemeinschaftlich auftreten, ihr Interesse am Erwerb öffentlich bekunden und jeweils auf eigene Rechnung erwerben.

1 A.A. *Vaupel*, AG 2011, 63 (75).

2 Wie hier: Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drucks. 15/7438, S. 11; *Gaede*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008, S. 256; *Uwe H. Schneider*, WM 2006, 1321 (1325); *Berger/Filgut*, AG 2004, 592 (603); *Korff*, AG 2008, 692 (694); *Renz/Rippel*, BKR 2008, 309 (311); *Mülbert*, NZG 2004, 633 (637); a.A. Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 16/9821, S. 15; *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, § 22 WpHG Rz. 96; *Berger*, ZIP 2007, 357 (364); *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 162; *Opitz*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarkt-gesetze, § 22 WpHG Rz. 90; *Gätsch/Schäfer*, NZG 2008, 846 (848); *von Bülow/Stephanblome*, ZIP 2008, 1797 (1799); a.A. für § 30 WpÜG: *Diekmann*, in: Baums/Thoma, § 30 WpÜG Rz. 82; *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer, § 30 WpÜG Rz. 33; *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568 (578); *Seibt*, ZIP 2004, 1828 (1833); *Mülbert*, in: Bankrechtstag 2006, 2007, S. 109, 159; *Hamann*, ZIP 2007, 1088 (1090); *Schockenhoff/Wagner*, NZG 2008, 361 (364); s. auch *Oechsler*, ZIP 2011, 449.

3 S. auch Art. 10 Abs. 2 Eidgenössische Börsenverordnung – FINMA i.d.F. vom 25.10.2008: „Eine Abstimmung der Verhaltensweisen liegt namentlich vor bei Rechtsverhältnissen zum Erwerb oder der Veräußerung von Beteiligungspapieren“; ferner Jahresbericht der schweizerisch. Offenlegungsstelle 2009, S. 64.

4 Dagegen: *Berger/Filgut*, AG 2004, 592 (593); *Borges*, ZIP 2007, 357 (364); dafür: OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1309 (1313); *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 219; *Nelle*, ZIP 2006, 2057 (2061); wohl auch: *Spindler*, WM 2007, 2357 (2360); s. auch die Pressemitteilung der BaFin zur Beiersdorf AG: „Ein acting in concert liegt beim gemeinsamen Erwerb von Aktien nur dann vor, wenn ein über den Erwerb hinausgehendes, gemeinsames Interesse verfolgt wird.“; s. dazu *Uwe H. Schneider*, WM 2006, 1321 (1324).

Zum *anderen* liegt ein gemeinschaftliches Verabreden zum Zwecke des Erwerbs vor, wenn die Beteiligten im Innenverhältnis verabreden, durch **abgestimmten Parallelerwerb** gemeinschaftlich ein Paket aufzubauen, unabhängig davon, ob dies dazu dient, bestimmte unternehmerische Entscheidungen durchzusetzen oder gar die Kontrolle künftig gemeinsam auszuüben¹. Dasselbe gilt für den **abgestimmten Parallelverkauf**². 188

Und zum *Dritten* liegt ein gemeinschaftliches Verabreden zum Zwecke des Erwerbs vor, wenn einer der Beteiligten einen anderen, etwa ein Kreditinstitut beauftragt, in seinem Interesse Aktien zu erwerben. Wenn daher ein Investor zahlreiche Kreditinstitute beauftragt, für ihn Aktien aufzukaufen, so muss er sich die von den Instituten bereits erworbenen Stimmrechte zurechnen lassen³. 189

In allen drei Fällen soll die Offenlegung die Marktöffentlichkeit frühzeitig darüber informieren, dass ein Aktionär das Ziel verfolgt, ein Paket zu schnüren. Daher sind die Stimmrechte der Beteiligten in einem frühen Zeitpunkt zusammenzurechnen, und zwar auch dann, wenn zunächst noch keine Stimmrechtskoordinierung erfolgt. Das gilt auch für die dritte Fallgruppe, wenn der Beauftragte über Aktien verfügt, die zunächst dem Auftraggeber nicht zugedacht sind; denn für die Offenlegung ist nicht entscheidend, wer in einem zweiten Schritt Inhaber des Pakets werden soll. 190

e) Vereinbarungen in Einzelfällen

Die in § 22 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG vorgesehene Ausnahme erfasst dem Wortlaut nach nur „Vereinbarungen“. Mit dem Sinn und Zweck der Vorschrift ist dies nicht zu vereinbaren. Die Lücke ist durch entsprechende Anwendung zu schließen (zur Zulässigkeit einer Analogie im Rahmen der §§ 21 ff. WpHG s. Vor § 21 Rz. 47). § 22 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG gilt daher auch für sonstige Abstimmungen⁴. 191

Streitig ist, unter welchen Voraussetzungen sich die Vereinbarung oder Abstimmung auf einen Einzelfall bezieht. Teilweise wird die Ansicht vertreten, dass Abstimmungen zu einem einzelnen Tagesordnungspunkt oder eine einzelne unternehmerische Entscheidung ausnahmslos nicht zur Zurechnung führen (**formale Betrachtung**)⁵. Offen bleibt nach dieser Ansicht, ob § 22 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG eine **Auslegungsregel** oder eine **unwiderlegliche Vermutung** enthält. Jedenfalls gelte das auch dann, wenn sich die Beteiligten jeweils vor einer Hauptversammlung, also von Fall zu Fall über einen Tagesordnungspunkt absprechen z.B. auf einen Kandidaten verständigen⁶. Eine solche starre formale Lösung brächte Rechtssicherheit. Nach ande- 191a

1 So ausdrücklich Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz zu § 22 Abs. 2 WpHG, BT-Drucks. 16/7438, S. 11; s. auch schon *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109; a.A. *von Bülow/Bücker*, Börsen-Zeitung vom 14.9.2005, S. 2.

2 A.A. wohl *Liebscher*, ZIP 2002, 1008 zum alten Recht.

3 A.A. für § 30 WpÜG: *Mülbert*, Bankrechtstag 2006, 2007, S. 141, 159.

4 *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 169; *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, § 22 WpHG Rz. 98; *Casper*, ZIP 2003, 1469 (1476); *Pentz*, ZIP 2003, 1478; *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568 (587); *Krause*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669, 696.

5 So wohl h.M.: *Lange*, ZBB 2004, 22 (27); *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568 (588); *Kocher*, BB 2006, 2436; *Sänger/Kessler*, ZIP 2006, 837 (840); für § 30 WpÜG: OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5/03, ZIP 2004, 1309 (1314); *von Bülow*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 141, 145, 149.

6 *von Bülow*, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 141, 149; wohl auch allgemein *Schockenhoff/Wagner*, NZG 2008, 361 (364): spontane Verhaltensabstimmung.

rer Ansicht, nämlich bei **materieller Betrachtung**, handelt es sich um eine **widerlegliche Vermutung**. Bei einer Vereinbarung im Einzelfall sei zwar zu vermuten, dass kein acting in concert vorliege. Es könne aber eine Verhaltensabstimmung auch schon im Einzelfall zur Zurechnung führen, wenn dies zur einer entsprechenden Änderung der unternehmerischen Ausrichtung führen soll¹. Das Risikobegrenzungs-gesetz hat keine klare Lösung gebracht².

- 191b Die zuletzt genannte materielle Betrachtung wird dem Sinn der Vorschrift gerecht. § 22 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG enthält eine **widerlegliche Vermutung**, und zwar für beide Fallgruppen. Eine Vereinbarung über einen Einzelfall schließt somit ein acting in concert nicht aus³. Es wird lediglich nicht vermutet, dass ein acting in concert vorliegt.
- 191c Die Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten verlangt daher im Blick auf die **1. Fallgruppe** in der Regel eine Verständigung über mindestens zwei Haupt-versammlungsperioden. Dies kann auch durch wiederholte Verabredungen geschehen. Liegt eine solche Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten vor, so führt dies widerleglich zur Zurechnung, also auch dann, wenn keine Absicht besteht, spürbaren Einfluss auf die Geschäftspolitik zu nehmen. Eine solche Verständigung ist offenzulegen. Bezieht sich die Verständigung auf einen Tagesordnungspunkt an-lässlich einer Hauptversammlung, liegt kein acting in concert vor⁴.
- 191d Eine Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten kann ausnahmsweise auch schon dann, wenn sie sich nur auf einen Tagesordnungspunkt im Rahmen einer Hauptversammlung bezieht, für ein acting in concert genügen, wenn hierbei die Be-teiligten die Absicht verfolgen, dauerhaft und erheblich Einfluss auf die Zielsetzung des Unternehmens zu nehmen. Die Vermutung ist widerlegt, wenn eine solche Ab-sicht besteht.
- 191e Für die **2. Fallgruppe** ist § 22 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG von geringerer Bedeutung. Die 2. Fallgruppe zeichnet sich nicht nur dadurch aus, dass der Einfluss zwar durch die Beteiligung vermittelt wird, aber „auf andere Weise“ genommen werden soll. Ziel des Einflusses muss es vielmehr sein, eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unter-nehmerischen Ausrichtung des Emittenten herbeizuführen. Entscheidend ist die dau-erhafte und erhebliche Änderung der längerfristig angelegten Strategie⁵. Exemplarisch ist der Verkauf einer wesentlichen Beteiligung. Auch kann dies eine Kapitalerhöhung sein, wenn damit ein neuer Produktionsstandort finanziert werden soll. Daran fehlt es etwa, wenn nur eine einmalige Maßnahme, z.B. die Bestellung eines bestimmten Ab-schlussprüfers, veranlasst werden soll. Daran fehlt es auch, wenn eine Maßnahme ver-anlasst werden soll, die zwar längerfristige Bedeutung hat, wie etwa die Einstellung ei-nes Mitarbeiters, dies aber nicht zur Änderung der Geschäftspolitik führt. Wenn folglich nur auf die Entscheidung über einzelne Maßnahme Einfluss genommen wer-den soll und dies auf die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten ohne Auswir-kung ist, liegt kein acting in concert vor⁶.

1 Casper/Bracht, NZG 2005, 839; Borges, ZIP 2007, 357 (363); Wackerbarth, ZIP 2007, 2340 (2344); a.A. von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797 (1800); Krause, in: FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 669, 699.

2 Korff, AG 2008, 692; Hoppe/Michel, BaFinJournal 2010, Heft 04, S. 3, 4.

3 Anders/Filgut, ZIP 2010, 1115 (1117).

4 LG Düsseldorf v. 16.5.2007 – 36 O 99/06, ZIP 2007, 1859 (1861) = AG 2007, 797.

5 Hoppe/Michel, BaFinJournal 2010, Heft 04, S. 3, 4.

6 Bericht Finanzausschuss, BT-Drucks. 16/9821, S. 11; Anders/Filgut, ZIP 2010, 1115 (1117).

Zum **gemeinschaftlichen Festhalten** zählen die „**Versteinerungs-Vereinbarungen**“ 191f
(„stand still-Vereinbarungen“), durch die die Beteiligten versuchen, sicher zu stellen,
dass sich die Höhe ihrer Beteiligung an der Gesellschaft nicht verändert¹. Das Ziel
wird nur erreicht, wenn die Beteiligten auch ihr Abstimmungsverhalten bei Kapital-
erhöhungen und Kapitalherabsetzungen koordinieren.

Das **abgestimmte Veräußern** soll verhindern, dass unvermittelt größere Posten von 192
Aktien auf den Markt gelangen und in Folge hiervon die Kurse einbrechen.

6. Gegenseitige Zurechnung in voller Höhe

§ 22 Abs. 2 WpHG ergänzt nur die Zurechnungsvorschriften, enthält aber anders als 193
etwa Art. 15 der Eidgenössischen Börsenverordnung – FINMA keine Sondervorschrif-
ten über die Mitteilungspflichten².

Die Stimmrechte des Partners eines acting in concert werden **wechselseitig in voller** 193a
Höhe zugerechnet³. Das bedeutet freilich, dass auch Absprachepartner mit sehr klei-
nen Beteiligungen meldepflichtig sein können. Diese **wechselseitige Zurechnung**,
und zwar in voller Höhe, kann dazu führen, dass eine Vielzahl von Personen zur Mit-
teilung verpflichtet sind⁴. Die Zurechnung entfällt nicht deshalb, weil die zugerech-
neten Stimmrechte von einem Stimmverlust betroffen sind.

Eine einschränkende Auslegung mit der Folge, dass nur zugerechnet wird, wenn der 193b
jeweilige Absprachepartner des acting in concert selbst Aktien hält oder die Möglich-
keit hat, auf die Ausübung der Stimmrechte Einfluss zu nehmen, ist nicht begründ-
et⁵. Sie ist auch europarechtlich nicht zu vertreten⁶. Der Partner eines acting in
concert muss selbst keine Stimmrechte halten⁷. Er kann vielmehr meldepflichtig
sein, wenn ihm Stimmrechte zugerechnet werden.

1 *Eidmüller*, DStR 2007, 2116 (2120); *Mülbert*, Bankrechtstag 2006, 2007, S. 141, 152; *Uwe H. Schneider*, WM 2006, 1321 (1325); ebenso für § 30 WpÜG: *Holzborn*, in: *Zschocke/Schuster*, Bad Homburger Handbuch zum Übernahmerecht, 2003, Rz. C 26; a.A. für § 30 WpÜG: *LG Hamburg v. 16.10.2006 – 412 O 102/04*, ZIP 2007, 427 = *AG 2007*, 177; *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568 (579); *von Bülow*, in: *KölnKomm. WpÜG*, § 30 Rz. 219; *Diekmann*, in: *Baums/Thoma*, § 30 WpÜG Rz. 82; *Gaede*, *Koordiniertes Aktiönärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, 2008, S. 258.

2 Art. 10 Abs. 3 und 4 der Eidgenössischen Börsenverordnung – FINMA i.d.F. vom 25.10.2008 lauten: Abs. 3: Wer in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelt, hat die gesamte Beteiligung, die Identität der Mitglieder, die Art der Absprache und die Vertretung zu melden. Abs. 4: Erwerb und Veräußerung unter verbundenen Personen, die ihre Gesamtbeteiligung gemeldet haben, sind von der Meldepflicht ausgenommen.

3 *Dehlinger/Zimmermann*, in: *Fuchs*, § 22 WpHG Rz. 101; *Schwark*, in: *Schwark/Zimmer*, § 22 WpHG Rz. 18; *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht*, S. 164; *Casper*, ZIP 2003, 1469 (1476); *Braun*, NZG 2008, 928 (930); a.A. *Lange*, ZBB 2004, 26 f.

4 BaFin, *Emittentenleitfaden 2009*, Rz. VIII.2.5.8. Für § 30 WpÜG: *Liebscher*, ZIP 2002, 1005 (1007); *Braun*, NZG 2008, 928 (930); *Maul*, NZG 2005, 156.

5 So aber für § 30 WpÜG: *von Bülow*, in: *KölnKomm. WpÜG*, § 30 Rz. 246; s. auch *Hemispherx Biopharma v. Johannesburg Consol. Investments*, 0514380.

6 Ebenso für § 30 WpÜG: *Mülbert*, NZG 2004, 633 (637); *Seibt/Heiser*, ZIP 2005, 214; a.A. *Veil*, in: *FS Karsten Schmidt*, 2009, S. 1645, 1659.

7 Wie hier: *Becker*, in: *Bürgers/Körper*, *AktG*, Anh. § 22/§ 22 WpHG Rz. 9; a.A. *von Bülow*, in: *KölnKomm. WpHG*, § 22 Rz. 175 f.

7. Beweislast und Beweisführung

- 194 Sollen die Beteiligten mit einem Bußgeld belegt werden, weil sie ihren Meldepflichten nicht nachgekommen sind, so muss ihnen ein abgestimmtes Verhalten nachgewiesen werden¹. Beweiserleichterungen, Vermutungsregeln etc. sind nicht anwendbar.

Sollen die Beteiligten an der Abstimmung in der Hauptversammlung nicht zugelassen, soll ihnen die Dividende nicht ausbezahlt werden oder wird die Dividende zurückgefordert, so muss ihnen auch in diesem Fall das abgestimmte Verhalten nachgewiesen werden². Eine Beweislastumkehr ist in den §§ 21 ff. WpHG nicht vorgesehen.

- 195 Der Nachweis eines abgestimmten Verhaltens wird der Gesellschaft oder den Mitaktionären aber schwer fallen, weil sich die Beteiligten ohne Zeugen hinter verschlossenen Türen u.U. im Ausland treffen und keiner bereit ist, die Vereinbarung oder Abstimmung zu offenbaren. Eine Dokumentation und Zeugen fehlen. In der Regel gibt es keine Briefe, aus denen hervor geht, dass das Verhalten „Wort für Wort“³ abgestimmt ist. Von ausdrücklichen gesetzlichen Vermutungen hat der Gesetzgeber abgesehen⁴. Daher hilft nur eine Gesamtwürdigung des Einzelfalles (**Indizienbeweis**)⁵, z.B. gemeinsame Treffen, gemeinsames Büro, Austausch und anschließendes Löschen von e-mails, die Zahl der ausgewechselten Aufsichtsratsmitglieder⁶. In besonderen (typischen) Fällen kann auch auf die Regeln des **Anscheinsbeweises** zurückgegriffen werden⁷. Wer jede Form von Beweiserleichterungen ablehnt, beraubt die Vorschrift seiner Funktion⁸. Gleiche Fallgestaltungen sind aus dem Kartellrecht und dem Steuerrecht bekannt. Im Blick hierauf ist zu unterscheiden:

- 196 **Unbewusstes gleichförmiges Abstimmungsverhalten** rechtfertigt nicht die Vermutung eines abgestimmten Verhaltens⁹. Dagegen gibt es eine Reihe von Sachverhalten, die typischerweise auf ein abgestimmtes Verhalten hindeuten und die daher eine wi-

1 Für § 30 WpÜG: OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5/03a, 6/03, 8/03a, NZG 2004, 865.

2 BaFin vom 19.10.2005 zu § 30 WpÜG (Deutsche Börse) (www.bafin.de/presse); *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 597.

3 So freilich der Sachverhalt zu OLG München v. 27.4.2005 – 7 U 2792/04, AG 2005, 482 = ZIP 2005, 856 (858).

4 S. dazu *Fleischer*, ZGR 2008, 184 (202); *Gaede*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008, S. 287 ff.

5 LG Köln v. 5.10.2007 – 82 O 114/06, AG 2008, 336 (338); s. auch OLG München v. 17.2.2005 – 23 W 2406/04, WM 2005, 1414; *Gaede*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008, S. 296. Zur entsprechenden Lage im europäischen Kartellrecht: EuG v. 6.4.1995 – Rs T-149/89, Slg. 1995, II – 1127, Rz. 70; s. auch EuG v. 24.10.1991 – Rs T-1/89, Slg. 1991, II – 867, Rz. 66: Teilnahme an gemeinsamen Sitzungen.

6 *Spindler*, WM 2007, 2357 (2362).

7 A.A. *Liebscher*, ZIP 2002, 1005 (1009); *Hamann*, ZIP 2007, 1088 (1095) (für § 30 WpÜG); zweifelnd: *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 600.

8 So aber in der Tendenz: *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 568 (596 ff.); auch *Seibt*, ZIP 2004, 1829 (1834).

9 Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz zu § 22 Abs. 2 WpHG, BT-Drucks. 16/7438, S. 11; so wie schon OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 – WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1309 = AG 2004, 617; OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, AG 2005, 129; OLG München v. 27.4.2005 – 7 U 2792/04, AG 2005, 482 = BB 2005, 1411 mit Anm. *Louven*; von *Bülow/Stephanblome*, ZIP 2008, 1797 (1800); *Dehlinger/Zimmermann*, in: Fuchs, § 22 WpHG Rz. 92.

dergleiche Vermutung begründen¹. Dazu gehört ein **bewusstes gleichgerichtetes Abstimmungsverhalten** in mehreren Tagesordnungspunkten, die nur im Hinblick einer bestimmten Gesamtstrategie Sinn machen. Auch bei institutionalisierten Treffen, z.B. in einer Vereinigung von Kommunen, die einzeln an einer Gesellschaft beteiligt sind, spricht eine Lebenserfahrung für ein abgestimmtes Verhalten. Auch wird bei Ehegatten, minderjährigen Kindern und Lebenspartnern, mit dem der Meldepflichtige im selben Haushalt wohnt, weder unwiderleglich noch widerleglich vermutet, dass ein abgestimmtes Verhalten vorliegt². Es fehlt eine zwingende Zurechnung, etwa entsprechend den Definitionsregeln des Abs. 2 Nr. 2 City Code on Takeovers and Mergers. Ein abgestimmtes Verhalten ist auch bei diesen zuletzt genannten Personen aber widerleglich zu vermuten³.

8. Einzelfälle

a) Gemeinsame Beratung und Aktionärsforum

Die Beratung unter den Aktionären wird als Teil guter Corporate Governance angesehen. In Rule II G der OECD-Principles of Corporate Governance 2004 heißt es ausdrücklich: „Shareholders, including institutional shareholders, should be allowed to consult with each other on issues concerning their basic shareholder rights as defined in the Principles, subject to exceptions to prevent abuse.“ In einer solchen wechselseitigen Information und gemeinsamen Beratung liegt kein acting in concert; denn es fehlt schon an einer Vereinbarung oder Abstimmung über ein gemeinsames Stimmverhalten. Unbedenklich ist daher auch die Teilnahme an einem Aktionärsforum (§ 127a AktG.) „Es bleibt dem einzelnen Aktionär unbenommen, das öffentlich bekannte Stimmverhalten anderer Aktionäre in die Überlegungen über sein Stimmverhalten mit einzubeziehen, ohne damit das Risiko der Rechtsfolgen eines acting in concert einzugehen“⁴. 197

Anders ist die Lage, wenn sich die Aktionäre nicht auf eine gemeinsame Beratung beschränken, sondern auch ein gemeinsames Stimmverhalten verabreden oder faktisch herbeiführen. So erfüllt die Voraussetzungen eines acting in concert auch eine Koordinierung des Stimmverhaltens durch eine **wechselseitige Information** über das beabsichtigte Stimmverhalten oder durch eine **gemeinsame „Beratung“** durch einen institutionellen Stimmrechtsberater bzw. Stimmrechtsvertreter, dem die Beteiligten blind oder in der Absicht folgen, auf diese Weise Einfluss auf das Management zu gewinnen⁵. Exemplarisch für eine solche gemeinsame „Beratung“ sind breitflächige Abstimmungsrichtlinien für institutionelle Anleger, z.B. über Kapitalmaßnahmen, die Entlastung von Mitgliedern des Vorstands und des Aufsichtsrats, zu Corporate Governance Fragen, zur Vergütungspolitik etc.⁶. Ein solches Verhalten ist nicht unzulässig, **muss aber offengelegt werden**; denn hier wird versucht, durch abgestimmtes Verhalten erheblich und dauerhaft auf das Management Einfluss zu gewinnen. 198

1 A.A. *Seibt*, ZIP 2004, 1834.

2 OLG Frankfurt/M. v. 22.5.2007 – 5 U 33/06, AG 2008, 87.

3 A.A. OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, AG 2005, 129: offen gelassen für minderjährige Kinder; *Liebscher*, ZIP 2002, 1008; *Casper*, ZIP 2003, 1475; *Schockenhoff/Schumann*, ZGR 2005, 591; s. auch *Pentz*, ZIP 2003, 1481.

4 Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz zu § 22 Abs. 2 WpHG, BT-Drucks. 16/7438, S. 11; *Gesell*, in: FS Maier-Reimer, 2010, S. 123, 135.

5 Ebenso *Vaupel*, AG 2011, 63 (75); a.A. *Kocher/Heydel*, AG 2011, 543.

6 S. etwa die Proxy Voting Policies der RiskMetrics Group 2009; *Uwe H. Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88.

b) Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern

- 199 Vereinbaren zwei oder mehr Personen die Wahl eines oder mehrerer Aufsichtsratsmitglieder für eine Bestellperiode, so reicht dies für eine Zurechnung nicht aus; denn es handelt sich um eine Vereinbarung in einem Einzelfall, § 22 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG¹. Es besteht auch keine widerlegliche Vermutung für eine solche Abstimmung (anders § 1 Ziff. 6 Österr. ÜbernahmeG). Wenn sich daher Aktionäre im Rahmen eines Aktionärsforums abstimmen, verlangt dies in der Folge keine Zurechnung. Exemplarisch ist auch die Zusage eines Aufsichtsratsmandats an einen Minderheitsaktionär im Rahmen eines Beteiligungserwerbs. Der Einfluss des Aufsichtsratsmitglieds bleibt begrenzt; und das rechtfertigt, von einer Zurechnung abzusehen.
- 199a Ein abgestimmtes Verhalten mit dem Ziel, sich über das Stimmverhalten zu verständigen (**1. Fallgruppe**), liegt erst vor, wenn sich die Vereinbarung über mindestens zwei Hauptversammlungperioden erstreckt (Abstimmung im Fortsetzungszusammenhang). Dies gilt auch dann, wenn keine Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten beabsichtigt ist. Abgestimmtes Verhalten liegt auch vor (**2. Fallgruppe**), wenn mit der Wahl in Bezug auf die börsennotierte Gesellschaft weitergehende Ziele verfolgt werden (**Gesamtplan**)². Dafür genügt auch schon die Abstimmung für einen Wahlgang. Entscheidend ist die Qualität und Quantität der Aufsichtsratsmandate und die Zusammensetzung des Aufsichtsrats³. Die weitergehenden Ziele können in der Neuausrichtung der Geschäftspolitik, der Zahlung einer Sonderdividende, aber auch in der Zerschlagung des Unternehmens bzw. des Konzerns liegen. Ausreichend kann hierfür bereits der Austausch eines einzelnen Aufsichtsratsmitglieds sein. Sollen mehrere Aufsichtsratsmitglieder ausgetauscht werden, so spricht dies für eine Änderung der langfristigen Strategie⁴. Allerdings gilt dies nicht, wenn lediglich der Frauenanteil im Aufsichtsrat erhöht werden soll. Entscheidend ist, dass eine bestimmte unternehmerische Ausrichtung verfolgt wird – und dafür stehen Personen. An einer Abstimmung mit Fortsetzungszusammenhang fehlt es, wenn die Beteiligten sich vor jeder Neubestellung auf denselben Kandidaten einigen⁵.
- Ein **abgestimmtes Verhalten von Aufsichtsratsmitgliedern** führt nicht zur Stimmrechtszurechnung⁶.

c) Poolvereinbarungen

- 200 Typisch für ein abgestimmtes Verhalten in Bezug auf die Gesellschaft sind Stimmbindungs-/Poolvereinbarungen⁷. Dabei schließen sich zwei oder mehrere Aktionäre mit dem Ziel zusammen, die Stimmrechte koordiniert auszuüben oder die Änderung

1 *Spindler*, WM 2007, 2357 (2360): spontanes gemeinsames Stimmverhalten.

2 Wie hier BaFin, Jahresbericht 2003, S. 209; *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer, § 30 WpÜG Rz. 36; zu eng von *Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 253 ff.; *Steinmeyer*, in: Steinmeyer/Häger, § 30 WpÜG Rz. 60; *Korff*, AG 2008, 692 (695).

3 BaFin, Jahresbericht 2005, S. 178.

4 BT-Drucks. 16/7438, S. 11; *Spindler*, WM 2007, 2357 (2360); *Hammen*, Der Konzern 2009, 18 (19), s. auch § 1 Ziff. 6 Österr. ÜbernahmeG.

5 Ebenso *Krause*, NJW 2004, 3681 (3685).

6 von *Bülow*, in: Veil, Übernahmerecht in der Praxis, 2009, S. 158; a.A. noch Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 11.

7 OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2003 – WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1309 = AG 2004, 617; *Lenz/Linke*, AG 2002, 368; von *Bülow*, in: Veil, Übernahmerecht in der Praxis, 2009, S. 161; s. auch Bericht Finanzausschuss RisikobegrenzungsG, BT-Drucks. 16/9821, S. 16.

der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten herbeizuführen. Das gilt für den **Druckpool**, dessen Ziel es ist, die Änderung der unternehmerischen Ausrichtung herbeizuführen, nicht aber für den **Abwehrpool**, nämlich eine Änderung zu verhindern¹. Verknüpft sind diese Vereinbarungen mit Verabredungen über die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder, Vorkaufsrechte usw. Derartige Poolvereinbarungen fallen ohne weiteres unter § 22 Abs. 2 WpHG, und zwar nicht nur, wenn das Einstimmigkeitsprinzip gilt, sondern auch, wenn in der Poolvereinbarung das Mehrheitsprinzip vorgesehen ist. Die Stimmrechte der Beteiligten werden wechselseitig zugerechnet. Hält ein Poolmitglied die Mehrheit der Stimmen, so sollen die Stimmrechte der Minderheits-Poolmitglieder nur dem Mehrheits-Poolmitglied zugerechnet werden². Eine solche einschränkende Auslegung ist mit dem Normzweck nicht zu vereinbaren.

Hält ein Poolmitglied ein Aktienpaket, wird aber nur ein Teil der Aktien der Poolvereinbarung unterworfen, so werden nur die in die Poolvereinbarung einbezogenen Stimmrechte zugerechnet³.

Eine Zurechnung erfolgt ferner unabhängig davon, ob abweichendes Stimmverhalten trotz gemeinsamer Poolentscheidung rechtlich sanktioniert wird, ob sich die Poolmitglieder die Möglichkeit abweichenden Stimmverhaltens offen gehalten haben („**Poolvertrag mit Öffnungsklausel**“)⁴ und ob es einen Stimmführer gibt oder nicht. Selbst der ausdrückliche Ausschluss der gemeinsamen Verfolgung von Zielen bezüglich der Geschäftsführung in der Poolvereinbarung kann durch das tatsächliche Verhalten widerlegt sein⁵. Ist der **Poolpartner eine Tochtergesellschaft**, so werden die Stimmrechte aller Poolpartner auch dem herrschenden Unternehmen zugerechnet. Das folgt aus § 22 Abs. 2 WpHG. Die Stimmrechte der Tochter werden der Mutter nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG zugerechnet. 200a

Wird eine **Poolvereinbarung aufgelöst**, so entfällt die Zurechnung. Das kann eine Meldepflicht auslösen, wenn bei einem Poolmitglied eine Meldeschwelle unterschritten wird. Dasselbe gilt beim Austritt eines Poolmitglieds. Ob Anwendungen einer Poolvereinbarung zu Meldepflichten führen, hängt vom Inhalt der Änderung ab. 201

d) Pool-in-Pool-Vereinbarungen

Eine wechselseitige Zurechnung erfolgt auch bei „Pool-in-Pool-Vereinbarungen“, nämlich wenn ein Gemeinschaftspool aus mehreren Einzelpools besteht. Die Stimmrechte der Aktionäre eines Einzelpools werden den Aktionären der anderen Einzelpools zugerechnet. Schon gar nicht ist erforderlich, dass der Beteiligte den Pool kontrolliert. Eine Zurechnung erfolgt ferner unabhängig davon, ob abweichendes Stimmverhalten trotz gemeinsamer Poolentscheidung rechtlich sanktioniert wird oder ob sich die Poolmitglieder die Möglichkeit abweichenden Stimmverhaltens of- 202

1 von Bülow, in: Veil, Übernahmerecht in der Praxis, 2009, S. 161.

2 Noack, in: Schwark/Zimmer, § 30 WpÜG Rz. 12; von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 256; Pentz, ZIP 2003, 1478; Casper, ZIP 2003, 1474; von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 707; Lange, ZBB 2004, 26; a.A. wie hier BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.8; Lenz/Linke, AG 2002, 368.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.8; a.A. für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 255.

4 Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 95; von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 257; a.A. Jäger, WM 1996, 1357.

5 Jäger, WM 1996, 1357.

fen gehalten haben („Poolvertrag mit Öffnungsklausel“)¹. Selbst der ausdrückliche Ausschluss der gemeinsamen Verfolgung von Zielen bezüglich der Geschäftsführung in der Poolvereinbarung kann durch das tatsächliche Verhalten widerlegt sein².

e) „Frühstücks-Pool“

- 203 Unter § 22 Abs. 2 WpHG fallen ferner alle „Frühstücks-Pools“. Das sind solche Verabredungen, bei denen die Partner unter Berufung auf den kaufmännischen Anstand, die gemeinsamen Interessen als institutionelle Anleger, als Familie, als Zulieferer oder Abnehmer usw. eine Übereinstimmung erzielen, entweder gemeinschaftlich die Kontrolle zu erwerben oder ihre Beteiligungen gemeinschaftlich zu halten oder ihre Stimmrechte und den tatsächlichen Einfluss im Zusammenwirken einzusetzen. Wechselseitig zuzurechnen sein können daher auch die Stimmrechte der Mitglieder von **Aktionärsvereinigungen** oder die Teilnehmer eines **Council of Institutional Investors**, mag es auch bei der Abstimmung über ihr Stimmrechtsverhalten usw. an einer rechtsgeschäftlichen Grundlage fehlen. Weder brauchen klagbare Ansprüche noch müssen sonstige Rechte und Pflichten durch die „Vereinbarung“ begründet sein. Voraussetzung für eine Zurechnung ist eine gewisse Dauer des Zusammenwirkens³. Einmalige Treffen mit dem Ziel, in einer Einzelfrage zusammenzuwirken, reichen nicht.

f) Nahe Verwandte und Familien-Pools

- 204 Zwischen Mitglieder derselben Familie, Lebenspartnern usw. wird nicht zwingend zugerechnet. Das gilt auch für Ehegatten und minderjährige Kinder⁴. Die Stimmrechte minderjähriger Kinder werden aber nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG beiden Elternteilen zugerechnet⁵. Eine Regelung etwa entsprechend der Definitionen von Abs. 2 Nr. 2 City Code on Takeovers and Mergers fehlt. Verlangt ist vielmehr ein formales Verabreden, etwa in einem Familienbeirat, oder ein informelles Abstimmen. Ausreichend sind daher informelle Familientreffen, in denen eine entsprechende Abstimmung erfolgt.
- 205 Haben die Mitglieder einer Familie die Stimmrechte aus Aktien an derselben Gesellschaft gepoolt, so kann dies eine Zurechnung begründen. Dabei ist aber jeder Fall gesondert zu betrachten; denn die Praxis kennt vielfältige Gestaltungen für solche Familien-Pools, angefangen bei der Poolung der Stimmrechte mit oder ohne gemeinsame Vertretung oder der Poolung der Aktien durch Vollrechtsübertragung, über einstufige und mehrstufige Familien-Pools, bis hin zu ganz unterschiedlichen Formen von Vereinbarungen über die Entscheidungsfindung zum Abstimmungsverhalten und zur Sanktionierung bei abweichendem Stimmverhalten⁶.
- 206 Haben die Familienmitglieder ihre Aktien in eine **GmbH** oder in eine **Gesellschaft bürgerlichen Rechts** eingebracht und auf diese Weise ihre Stimmrechte gepoolt, so kann dies die Zurechnung begründen.

1 *Nottmeier/Schäfer*, AG 1997, 95; a.A. *Jäger*, WM 1996, 1357; eingehend: *Pentz*, ZIP 2003, 1478 (1481).

2 *Jäger*, WM 1996, 1357.

3 Ebenso *Vaupel*, AG 2011, 63 (76).

4 LG Köln v. 5.10.2007 – 82 O 114/06, AG 2008, 336 (338); *Pentz*, ZIP 2003, 1485; *Schockenkoff/Schumann*, ZGR 2005, 591.

5 VG Frankfurt/M. v. 1.10.2009 – 1 K 390/09, Beck RS 2010, 525 (76).

6 S. zur Verwaltungspraxis *Nottmeier/Schäfer*, AG 1997, 95; *Jäger*, WM 1996, 1357.

Dem einzelnen Familienmitglied, das an der GmbH oder Gesellschaft bürgerlichen Rechts beteiligt ist, wird nach § 22 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG der von der **Vorschaltgesellschaft** (Vermögensverwaltungsgesellschaft) gehaltene Anteil zugerechnet, wenn der ausschließliche Gesellschaftszweck der vorgenannten Gesellschaft darin besteht, die Beteiligung im Interesse der Gesellschafter zu verwalten, und das einzelne Familienmitglied als Gesellschafter wesentlichen Einfluss auf die Stimmrechtsausübung der Gesellschaft hat (s. oben Rz. 76). Stimmrechte aus Aktien, die die anderen Familienmitglieder halten, werden ihnen nicht zugerechnet, es sei denn, es besteht auch über die Stimmrechte dieser Aktien eine gesonderte Stimmrechtsvereinbarung. 207

Die Folge der Zurechnung bei abgestimmtem Verhalten kann dazu führen, dass ein Familienmitglied nicht nur zur Offenlegung der Beteiligung sondern auch nach § 33 WpÜG zu einem Pflichtangebot verpflichtet ist, obwohl es selbst keine oder nur wenige Aktien hält. 208

g) Gesellschaft und ihre geschäftsführenden Organmitglieder

Ein abgestimmtes Verhalten besteht zwischen einer Gesellschaft und ihren geschäftsführenden Organmitgliedern (s. Rz. 170, 209), denn die geschäftsführenden Organmitglieder entscheiden zugleich über das Verhalten der Gesellschaft, insbesondere die Ausübung der Stimmrechte in Bezug auf die Gesellschaft¹. Nicht entscheidend ist es, ob der Geschäftsführer Alleingesellschafter oder Alleingeschäftsführer ist; es genügt, dass er auf Grund seiner Stimmrechte rechtlich oder faktisch Einfluss auf die Geschäftsführung der Gesellschaft hat. Kein abgestimmtes Verhalten liegt bei der GmbH nur dann vor, wenn der Geschäftsführer im konkreten Fall auf Weisung der Gesellschafter handelt. Gegen eine Zurechnung spricht nicht, dass die geschäftsführenden Organmitglieder bei der Wahrnehmung der Stimmrechte der Gesellschaft die Interessen der Gesellschaft wahrzunehmen haben und nur bei der Wahrnehmung der eigenen Stimmrechte ihre eigenen Interessen verfolgen dürfen (s. aber auch Rz. 121). Keine Zurechnung erfolgt demgegenüber bei Aufsichtsratsmitgliedern; denn diese haben keinen oder nur begrenzten Einfluss auf die Wahrnehmung der Stimmrechte der Gesellschaft. 209

h) Berater, Rechtsanwälte

Keine Abstimmung erfolgt zwischen dem Berater (Vermögensberater, Anwalt, Steuerberater etc.) und dem Beratenen, wenn der Beratene eigenverantwortlich entscheidet, wie er sich im Verhältnis zur Gesellschaft verhält. Daher fehlt es in der Regel an einem abgestimmten Verhalten i.S. von § 22 Abs. 2 WpHG, wenn der Anwalt sich darauf beschränkt, den Beteiligten bei seinem Verhalten in Bezug auf die Gesellschaft anwaltlich zu beraten². Etwas anderes gilt, wenn der Anwalt für seinen Klienten handelt. 210

Mit derselben Begründung erfolgt keine Zurechnung beim Anlageberater, wenn er sich auf die Beratung beschränkt und nicht etwa die Vermögensverwaltung übernommen hat. 211

1 OLG Frankfurt/M. v. 22.5.2007 – 5 U 33/06, AG 2008, 87; ebenso Definitionsregeln: acting in concert, Abs. 2 Nr. 2 Takeover Code 2009 sowie *Lange*, Der Konzern 2003, 675 (680); a.A. von *Bülow/Bücker*, ZGR 2004, 717; *Seibt*, ZIP 2005, 729.

2 *Diekmann*, in: *Baums/Thoma*, § 30 WpÜG Rz. 81.

i) Konzerninterne Vereinbarung

- 211a Verständigen sich eine Muttergesellschaft und ihre beherrschten Konzernunternehmen, so werden nach § 22 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpHG die Stimmrechte der Tochtergesellschaften der Muttergesellschaft zugerechnet, aber umgekehrt die Stimmrechte der Muttergesellschaft und der Schwestergesellschaft nicht den Tochtergesellschaften. § 22 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpHG verdrängt indessen nicht § 22 Abs. 2 WpHG. Wenn daher zwischen Konzernunternehmen eine entsprechende Verständigung erfolgt, führt dies zu einer wechselseitigen Zurechnung¹.

9. Ermächtigung für Rechtsverordnung (§ 22 Abs. 5 WpHG)

- 212 Durch § 22 Abs. 5 WpHG werden zwei Ermächtigungsgrundlagen in das Gesetz aufgenommen. *Zum einen* kann die Ausnahmeregelung in § 22 Abs. 3a WpHG konkretisiert werden. Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung regeln, unter welchen Umständen die in § 22 Abs. 3a WpHG geforderte **Unabhängigkeit eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens** vom Meldepflichtigen gegeben ist. Das ist Voraussetzung, damit die Ausnahmeregelung des § 22 Abs. 2 Satz 1 WpHG greift. Dies ist durch die Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung – TranspRLDV vom 13.3.2008² geschehen. Die Verordnung dient zugleich der Umsetzung der EU-Richtlinie 2007/14/EG vom 8.3.2007. *Zum anderen* können die **elektronischen Hilfsmittel** näher bestimmt werden, mit denen Weisungen i.S. des § 22 Abs. 3 WpHG erteilt werden können. Bedeutung gewinnt dies bei Durchführungsmaßnahmen der EU-Kommission nach Art. 2 Abs. 3 lit. c der Transparenzrichtlinie II zur Erstellung einer Liste der Hilfsmittel, die nicht als elektronische Hilfsmittel anzusehen sind.

XIV. Abschließender Katalog von Zurechnungstatbeständen?

- 213 Ob § 22 Abs. 1 WpHG einen abschließenden Katalog von Zurechnungstatbeständen enthält, ist streitig. Die Verwaltungspraxis sieht die Aufzählung als abschließend an. Richtig ist: Eine Analogie ist ausgeschlossen, so weit die Verletzung der aufsichtsrechtlichen Meldepflichten mit Bußgeld belegt ist; denn im Recht der Ordnungswidrigkeiten wäre eine Analogie verfassungswidrig³. So weit aber die Verletzung der aufsichtsrechtlichen Meldepflichten gesellschaftsrechtliche oder deliktsrechtliche Folgen (s. bei § 28) hat, ist eine Analogie und damit eine gespaltene Normanwendung zulässig⁴.

XV. Inhalt der Meldung

- 214 Werden Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 oder Abs. 2 WpHG zugerechnet, so hat die Mitteilung nicht nur die Angaben nach § 17 Abs. 1 WpAIV, sondern auch **zusätzliche Angaben** zu enthalten. Diese zusätzlichen Angaben ergeben sich aus § 17 Abs. 2

1 Zurückhaltend: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 266 f.

2 BGBl. I 2008, 408.

3 BGH v. 18.9.2006 – II ZR 137/05, BGHZ 169, 98 (106) = AG 2006, 883; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457 (459); für § 30 WpÜG: von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 35, 226.

4 Wie hier: Cahn, ZHR 162 (1998), 1 (7); Cahn, ZHR 168 (2004), 483; Wackerbarth, ZIP 2005, 1217 (1221); Hammen, Der Konzern 2009, 1820; a.A. Dehlinger/Zimmermann, in: Fuchs, Vor § 21 WpHG Rz. 25; Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933; s. auch oben Vor § 21 Rz. 47.

WpAIV. Dazu gehört die Angabe des Namens des Dritten, aus dessen Aktien Stimmrechte zugerechnet werden, wenn dessen zugerechneter Stimmrechtsanteil jeweils 3 % oder mehr beträgt, § 17 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpAIV. So weit die Voraussetzungen vorliegen, sind auch die Namen der kontrollierten Unternehmen, über die die Stimmrechte tatsächlich gehalten werden, wenn deren zugerechneter Stimmrechtsanteil jeweils 3 % oder mehr beträgt, § 17 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpAIV, anzugeben. Und endlich sind getrennt die zuzurechnenden Stimmrechte (in Prozent und Anzahl der Stimmrechte) für jede der Nummern in § 22 Abs. 1 WpHG und für § 22 Abs. 2 Satz 1 WpHG aufzuführen, § 17 Abs. 2 Satz 2 WpAIV. Der Aktionär muss nur dann aufgeführt werden, wenn von diesen 3 % oder mehr Stimmrechte zuzurechnen sind¹.

Hält der Meldepflichtige Aktien mit Stimmrechten oder werden ihm Stimmrechte zugerechnet und hat der Meldepflichtige Zugriff auf Aktien, so sind diese Stimmrechte zusammenzurechnen, § 25a Abs. 1 Satz 7 WpHG. Die Gesamtposition ist getrennt nach Einzelpositionen zu melden (s. bei § 25a Rz. 62).

Frei.

215–250

Anhang zu § 22 WpHG

Kommentierung des § 32 Abs. 2–5 InvG

(Sven H. Schneider)

§ 32 InvG Stimmrechtsausübung

(1) ...

(2) Die Kapitalanlagegesellschaft ist unter den folgenden Voraussetzungen hinsichtlich der von ihr verwalteten Sondervermögen kein Tochterunternehmen im Sinne des § 22 Abs. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes und des § 2 Abs. 6 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes und keine Mehrheitsbeteiligung im Sinne des § 135 Abs. 3 Satz 4 des Aktiengesetzes:

1. die Kapitalanlagegesellschaft übt ihre Stimmrechte unabhängig vom Mutterunternehmen aus,
2. das Sondervermögen wird nach Maßgabe der Richtlinie 2009/65/EG verwaltet,
3. das Mutterunternehmen teilt der Bundesanstalt den Namen dieser Kapitalanlagegesellschaft und die für deren Überwachung zuständige Behörde oder das Fehlen einer solchen mit und
4. das Mutterunternehmen erklärt gegenüber der Bundesanstalt, dass die Voraussetzungen der Nummer 1 erfüllt sind.

Die Kapitalanlagegesellschaft gilt jedoch dann als Tochterunternehmen, wenn das Mutterunternehmen oder ein anderes vom Mutterunternehmen kontrolliertes Unternehmen im Sinne des § 22 Abs. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes seinerseits Anteile an dem von dieser Kapitalanlagegesellschaft verwalteten Sondervermögen hält und die Kapitalanlagegesellschaft die Stimmrechte, die mit diesen Beteiligungen verbunden sind, nicht nach freiem Ermessen, sondern nur aufgrund unmittelbarer oder mittelbarer Weisungen ausüben kann, die ihr vom Mutterunternehmen oder von einem anderen im Sinne des § 22 Abs. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes kontrollierten

¹ BaFin, Emittentenleitfaden 2009, Rz. VIII.2.5.11.

Unternehmen des Mutterunternehmens erteilt werden. Stimmrechte aus Aktien, die zu einem von einer Kapitalanlagegesellschaft verwalteten Sondervermögen gehören, das kein Spezial-Sondervermögen ist und dessen Vermögensgegenstände im Miteigentum der Anleger stehen, gelten für die Anwendung des § 21 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes und des § 29 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes als Stimmrechte der Kapitalanlagegesellschaft; stehen die Vermögensgegenstände dieses Sondervermögens im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft, sind auf die Stimmrechte § 22 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes und § 30 Abs. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes nicht anzuwenden. Für die Mitteilungspflichten nach § 25 des Wertpapierhandelsgesetzes gilt Satz 3 entsprechend.

(3) Für EU-Verwaltungsgesellschaften gilt Absatz 2 Satz 1, 2 und 4 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 Satz 1 Nr. 1 entsprechend. Absatz 2 Satz 3 ist entsprechend anzuwenden, wenn der Anleger regelmäßig keine Weisungen für die Ausübung der Stimmrechte erteilen kann.

(4) Ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat, das einer Erlaubnis nach § 7 oder § 97 bedürfte, wenn es seinen Sitz im Inland hätte, ist unter den folgenden Voraussetzungen hinsichtlich des von ihm verwalteten Investmentvermögens kein Tochterunternehmen im Sinne des § 22 Abs. 3 des Wertpapierhandelsgesetzes und des § 2 Abs. 6 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes und keine Mehrheitsbeteiligung im Sinne des § 135 Abs. 3 Satz 4 des Aktiengesetzes:

1. das Unternehmen genügt bezüglich seiner Unabhängigkeit Anforderungen, die denen für Kapitalanlagegesellschaften nach Absatz 2 Satz 1 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 Nr. 1 gleichwertig sind,
2. das Mutterunternehmen des Unternehmens gibt eine Mitteilung entsprechend Absatz 2 Satz 1 Nr. 3 ab und
3. das Mutterunternehmen erklärt gegenüber der Bundesanstalt, dass die Voraussetzungen der Nummer 1 erfüllt sind.

Absatz 2 Satz 2 bis 4 gilt entsprechend.

(5) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. Umstände, unter denen im Sinne des Absatzes 2 Satz 1 und 2 eine Unabhängigkeit der Kapitalanlagegesellschaft vom Mutterunternehmen gegeben ist und
2. die Gleichwertigkeit von Regeln eines Drittstaates zur Unabhängigkeit von Kapitalanlagegesellschaften vom Mutterunternehmen.

In der Fassung des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsetzungsgesetz) vom 22.6.2011 (BGBl. I 2011, 1126).

Inhaltsübersicht

I. Entstehungsgeschichte	251	a) Normzweck und Anwendungsbereich	258
II. Anwendungsbereich	254	b) Tatbestandsvoraussetzungen	261
III. § 32 Abs. 2 InvG	258	aa) § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG	262
1. § 32 Abs. 2 Satz 1 und 2 InvG	258	bb) § 32 Abs. 2 Satz 2 InvG	279

2. § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG	281	e) Spezial-Sondervermögen, Spezial-Investmentaktien- gesellschaften	301
a) Normzweck und Anwendungsbereich	281	IV. § 32 Abs. 3 InvG	308
b) § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG (Miteigentumslösung)	286	V. § 32 Abs. 4 InvG	311
c) § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG (Treuhandlösung)	292	VI. Depotbank, Prime Broker.	319
d) Publikums-Investmentaktien- gesellschaften	294		

I. Entstehungsgeschichte

§ 32 Abs. 2–5 InvG sind in der Anwendung überaus **schwierige Vorschriften**. Sie sind aus dem gemeinsam mit dem Wertpapierhandelsgesetz durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz eingeführten § 10 Abs. 1a KAGG, dem durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz eingeführten § 15b AuslInvG und dem aufgehobenen § 134 InvG hervorgegangen. Die Vorschriften wurden zuletzt durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10), das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 1.11.2007 (BGBl. I 2007, 1330), das Investmentänderungsgesetz vom 21.12.2007 (BGBl. I 2007, 3089), das Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechte-richtlinie vom 30.7.2009 (BGBl. I 2009, 2479) und das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-UmsG) vom 22.6.2011 (BGBl. I 2011, 1126) geändert. 251

§ 32 Abs. 2 und 3 InvG dienen der Umsetzung des Art. 12 Abs. 4 Satz 1 der EU-Transparenzrichtlinie II (Richtlinie 2004/109/EG vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 390 v. 31.12.2007, S. 38). § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG dient zugleich der Umsetzung des Art. 10 Abs. 2 Satz 1 lit. a und b der Richtlinie 2007/14/EG vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der EU-Transparenzrichtlinie II (ABl. EU Nr. L 69 v. 9.3.2007, S. 27)¹. § 32 Abs. 4 InvG dient der Umsetzung des Art. 23 Abs. 6 der EU-Transparenzrichtlinie II. 252

§ 32 Abs. 2–4 InvG werden auf der Grundlage der Verordnungsermächtigung in § 32 Abs. 5 InvG konkretisiert durch **§§ 20–22 der Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung** (TransprLDV – Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8.3.2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, BGBl. I 2007, 408). 253

Noch nicht abschließend geklärt sind direkte und indirekte Auswirkungen der **AIFM-Richtlinie** (Richtlinie 2011/61/EU vom 8.6.2011 des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG, ABl. EU Nr. L 174 v. 1.7.2011, S. 1) auf die hier kommentierten investmentrechtlichen Sondervorschriften. Die AIFM-Richtlinie enthält u.a. weitreichende Transparenzvorschriften bei Beteiligung alternativer

¹ Zum Ganzen schon von *Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 18.

Investmentfonds an gelisteten oder ungelisteten Zielgesellschaften. Die Koordinierung dieser Vorschriften mit § 32 Abs. 2–5 InvG steht noch aus.

II. Anwendungsbereich

- 254 § 32 Abs. 2–5 InvG enthalten **Sonderregeln zu Einzelfragen der Meldepflichten im Zusammenhang mit Sondervermögen i.S. von § 2 Abs. 2 und 3 InvG**, Investmentaktiengesellschaften nach Kapitel 3 des Investmentgesetzes sowie bestimmten ausländischen Investmentvermögen gemäß §§ 1 Satz 2, 2 Abs. 8 Satz 1 InvG, insbesondere
- zu den originären Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG bei „Publikums-Investmentvermögen“ (also Publikums-Sondervermögen nach § 2 Abs. 3 Satz 2 InvG, Publikums-Investmentaktiengesellschaften und bestimmten ausländischen Investmentvermögen) und
 - zu den Zurechnungsvorschriften nach § 22 WpHG bei Investmentvermögen und deren Verwaltungsgesellschaften.
- 255 Hintergrund der Sonderregeln ist das dem Investmentrecht zugrundeliegende Konzept der Trennung von (dinglichem oder zumindest wirtschaftlichem) Eigentum an den zu einem Fonds gehörenden Vermögensgegenständen einerseits und der Zuständigkeit für die Verwaltung des Fonds und Verfügung über die zu ihm gehörenden Vermögensgegenstände andererseits. Zumindest bei bestimmten Fonds obliegt sowohl die Investitionsentscheidung als auch die Stimmrechtsausübung nicht den Anlegern als wirtschaftlichen Eigentümern, sondern der für den Fonds zuständigen Verwaltungsgesellschaft, bei deutschen Fondskonstruktionen also regelmäßig der Kapitalanlagegesellschaft. In diesen Fällen haben die Fondsanleger in der Regel keinen Einfluss auf die Stimmrechtsausübung. Darüber hinaus handelt die Verwaltungsgesellschaft aufgrund besonderer investimentrechtlicher Vorgaben zum Schutz der Anleger in der Regel auch unabhängig von etwaigen Mutterunternehmen der Verwaltungsgesellschaft. Durch § 32 Abs. 2–5 InvG soll diesen besonderen investimentrechtlichen Umständen Rechnung getragen werden.
- 256 Für **deutsche Fonds**, die nicht dem Investmentgesetz unterfallen, gelten die allgemeinen Regeln der §§ 21 ff. WpHG. Nicht anzuwenden sind § 32 Abs. 2–5 InvG daher insbesondere auf geschlossene Fonds, etwa in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG (zu der daraus folgenden Benachteiligung gegenüber bestimmten ausländischen Fonds s. Rz. 314).
- 257 Besonders geregelt werden in § 32 Abs. 3 InvG die europäischen und in § 32 Abs. 4 InvG die außereuropäischen Sachverhalte. Der in § 1 Satz 1 InvG geregelte Anwendungsbereich des InvG lässt sich mit § 32 Abs. 3 und 4 InvG nicht recht vereinbaren. § 32 Abs. 2–5 InvG **sollten** insbesondere – aber nicht nur – aus diesem Grund künftig **im WpHG angesiedelt werden**. Eine Einschränkung der Anwendbarkeit der § 32 Abs. 2–5 InvG, folgt aus § 1 Satz 1 InvG aber nicht¹.

¹ Beckmann, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 48.

III. § 32 Abs. 2 InvG

1. § 32 Abs. 2 Satz 1 und 2 InvG

a) Normzweck und Anwendungsbereich

Die Vorschrift geht davon aus, dass viele Kapitalanlagegesellschaften **Tochterunternehmen** von Kreditinstituten, Versicherungsunternehmen usw. sind. Bei Anwendung der allgemeinen Regeln, nämlich von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG bzw. § 22 Abs. 1 Satz 2 WpHG werden Stimmrechte, die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören bzw. von diesem Tochterunternehmen verwaltet werden, dem Meldepflichtigen zugerechnet. Demnach wären Stimmrechte aus Aktien, die von einer Kapitalanlagegesellschaft in einem Investmentvermögen verwaltet werden, dem Mutterunternehmen dieser Kapitalanlagegesellschaft zuzurechnen. Das Gleiche gilt für Instrumente nach § 25 WpHG und dem am 1.2.2012 in Kraft tretenden § 25a WpHG. 258

§ 32 Abs. 2 Satz 1 InvG bezweckt unter bestimmten Voraussetzungen die **melde-rechtliche Neutralisierung** von Stimmrechten für Zwecke der §§ 21, 22 WpHG bzw. von Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten für Zwecke der §§ 25, 25a WpHG auf der Ebene des Mutterunternehmens der Kapitalanlagegesellschaft. Das Entsprechende gilt für das Übernahmerecht (§ 30 WpÜG) und eine Spezialvorschrift im Aktienrecht (§ 135 Abs. 3 Satz 4 AktG). Das Ziel der Vorschrift ist es, den „tatsächlichen Machtverhältnissen“ im Verhältnis der Kapitalanlagegesellschaft zu ihrem Mutterunternehmen Rechnung zu tragen¹. 259

§ 32 Abs. 2 Satz 1 und 2 InvG sind direkt anzuwenden auf **Sondervermögen i.S. von § 2 Abs. 2 InvG**. Das sind die regulierten deutschen, rechtlich nicht verselbständigten Investmentvermögen in Vertragsform. Für die Investmentaktiengesellschaften, also die regulierten deutschen, rechtlich selbständigen Investmentvermögen, verweist § 99 Abs. 3 InvG auf § 32 Abs. 2 InvG, so dass die folgenden Ausführungen entsprechend gelten (also für den Inhaber der Unternehmensaktien, vgl. Rz. 298). Zur entsprechenden Anwendung auf ausländische Fonds s. Rz. 308 (europäische Fonds) bzw. Rz. 311 (außereuropäische Fonds). 260

b) Tatbestandsvoraussetzungen

§ 32 Abs. 2 Satz 1 und 2 InvG modifizieren die in § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG und § 22 Abs. 1 Satz 2 WpHG geregelten Zurechnungsvorschriften, lassen aber die originäre Meldepflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG sowie die übrigen Zurechnungen nach § 22 Abs. 1 WpHG unberührt. Für Zwecke der §§ 25, 25a WpHG führt die Anwendbarkeit von § 32 Abs. 2 Satz 1 und 2 InvG dazu, dass von der Kapitalanlagegesellschaft in einem Sondervermögen gehaltene Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente nicht auch mittelbar von der Obergesellschaft der Kapitalanlagegesellschaft gehalten werden. 261

aa) § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG

§ 32 Abs. 2 Satz 1 InvG handelt von der **unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung** an der Kapitalanlagegesellschaft, die dazu führt, dass das beteiligte Unternehmen Mutterunternehmen und die Kapitalanlagegesellschaft direktes bzw. indirektes Tochterunternehmen ist. Die Begriffe Mutterunternehmen und Tochterunterneh- 262

¹ Begr. RegE Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/2498, S. 56.

men sind nicht i.S. von § 2 Abs. 21 und 22 InvG auszulegen, sondern nach § 22 Abs. 3 WpHG.

- 263 Die Kapitalanlagegesellschaft „ist“ (**gesetzliche Fiktion**) nach § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG unter bestimmten Voraussetzungen – die allerdings durch den zu weit geratenen Wortlaut von § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG für Publikums-Sondervermögen in Form der Treuhandlösung entwertet werden, vgl. Rz. 293 und Rz. 298 – kein Tochterunternehmen i.S. des § 22 Abs. 3 WpHG. Auf Grundlage dieser Fiktion werden die von der Kapitalanlagegesellschaft in einem Sondervermögen verwalteten Stimmrechte der Obergesellschaft nicht nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG bzw. §§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6, 22 Abs. 1 Satz 2 WpHG zugerechnet¹. Die Obergesellschaft hält auch nicht mittelbar von der Kapitalanlagegesellschaft gehaltene Instrumente i.S. von §§ 25, 25a WpHG.
- 264 Hintergrund der Regelung ist die gesetzlich angelegte Unabhängigkeit der Kapitalanlagegesellschaft von ihrer Obergesellschaft hinsichtlich der verwalteten Sondervermögen (vgl. § 9 InvG). Dies rechtfertigt es, die Kapitalanlagegesellschaft insoweit unter bestimmten weiteren Voraussetzungen (dazu sogleich Rz. 267 ff.) nicht als Tochterunternehmen zu behandeln².
- 265 Trotz des **missverständlichen Gesetzeswortlauts** in § 32 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG („ihre Stimmrechte“) gilt § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG nicht nur für Sondervermögen, deren Vermögensgegenstände im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft stehen (sog. Treuhandlösung, § 30 Abs. 1 Satz 1 Fall 1 InvG), sondern auch bei Sondervermögen, deren Vermögensgegenstände – wie in der Praxis üblich – im Miteigentum der Anleger stehen (sog. Miteigentumslösung, § 30 Abs. 1 Satz 1 Fall 2 InvG) (zu den unterschiedlichen Auswirkungen der Treuhandlösung bzw. Miteigentumslösung auf die Stimmrechtsmeldepflichten s. Rz. 286 bzw. Rz. 292).
- 266 Die Fiktion gilt nach dem insoweit eindeutigen Gesetzeswortlaut nur für Stimmrechte bzw. Instrumente **in einem Sondervermögen**, also nicht für außerhalb von Sondervermögen gehaltenes Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft im Eigenbestand³.
- 267 Voraussetzung für die Vermeidung einer Zurechnung beim Mutterunternehmen ist *erstens* gemäß § 32 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 InvG, dass die Kapitalanlagegesellschaft ihre **Stimmrechte unabhängig von dem Mutterunternehmen ausübt**.
- 268 Dies ist nach der Konkretisierung in § 20 Abs. 1 TranspRLDV der Fall, wenn (i) das Mutterunternehmen oder ein anderes von diesem kontrolliertes Unternehmen nicht durch unmittelbare oder mittelbare Weisungen oder in anderer Weise auf die Ausübung der Stimmrechte aus den Aktien, die zu dem Sondervermögen gehören, einwirken darf und (ii) die Kapitalanlagegesellschaft die Stimmrechte aus den zu dem von ihr verwalteten Sondervermögen gehörenden Aktien frei und unabhängig vom Mutterunternehmen und den anderen von diesem kontrollierten Unternehmen ausübt.
- 269 Eine unmittelbare Weisung ist jede auf einen bestimmten Fall bezogene Weisung zur Stimmrechtsausübung durch die Kapitalanlagegesellschaft (§ 20 Abs. 2 Satz 1 TranspRLDV). Eine mittelbare Weisung ist jede allgemeine oder besondere Weisung,

1 I.E. BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 152 ff.

2 Beckmann, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 34.

3 Beckmann, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 29.

durch die der Entscheidungsspielraum der Kapitalanlagegesellschaft in Bezug auf die Stimmrechtsausübung eingeschränkt wird, um bestimmten Geschäftsinteressen des Mutterunternehmens oder eines anderen von diesem kontrollierten Unternehmens Rechnung zu tragen (§ 20 Abs. 2 Satz 2 TranspRLDV).

Zu schaffen sind die für die Sicherstellung der Unabhängigkeit erforderlichen organisatorischen Vorkehrungen (§ 21 Abs. 3 TranspRLDV)¹. Dies setzt u.a. voraus, dass das Mutterunternehmen und die Kapitalanlagegesellschaft zumindest schriftliche Strategien und Verfahren festgelegt haben, die dazu bestimmt sind, den Informationsaustausch zwischen dem Mutterunternehmen und der Kapitalanlagegesellschaft in Bezug auf die Stimmrechtsausübung zu verhindern (§ 21 Abs. 3 Satz 2 TranspRLDV). Darüber hinaus hat das Mutterunternehmen der BaFin auf Verlangen nachzuweisen, dass die Stimmrechte nach seinen eigenen Organisationsstrukturen sowie denjenigen der Kapitalanlagegesellschaft von ihm unabhängig ausgeübt werden und dass die Personen, die über die Stimmrechtsausübung entscheiden, unabhängig handeln (§ 21 Abs. 3 Satz 1 TranspRLDV). 270

Bei deutschen Kapitalanlagegesellschaften sind die Anforderungen von § 20 Abs. 1 TranspRLDV regelmäßig erfüllt, weil diese ohnehin gemäß § 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG verpflichtet sind, im **ausschließlichen Interesse der Anleger** zu handeln. Sie dürfen daher Weisungen der Obergesellschaft nicht befolgen. 271

Die Unabhängigkeit wird nicht automatisch durch die faktische oder – soweit aufsichtsrechtlich zulässig – vertragliche **Konzernierung** ausgeschlossen. Ist die Kapitalanlagegesellschaft eine deutsche Aktiengesellschaft, so bestehen ohnehin im faktischen Konzern keine Weisungsrechte. Aber auch ein Beherrschungsvertrag ist für sich genommen noch nicht schädlich. Verlangt ist nur, dass das Mutterunternehmen tatsächlich keinen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte nimmt. Die Möglichkeit der Einflussnahme genügt nicht. Eine Zurechnung erfolgt aber nur dann nicht, wenn die Obergesellschaft auch nicht faktisch Einfluss nimmt. Ein solcher faktischer Einfluss besteht aber nicht schon dann (und wird auch nicht vermutet), wenn ein Vorstandsmitglied des Mutterunternehmens zugleich Vorstandsmitglied der Kapitalanlagegesellschaft ist, und zwar selbst dann nicht, wenn keine weiteren Vorstandsmitglieder bestellt sind, für die keine Organidentität besteht. Erst recht kann ein faktischer Einfluss nicht schon deshalb vermutet werden, weil ein Vorstandsmitglied des Mutterunternehmens Aufsichtsratsmitglied der Kapitalanlagegesellschaft ist. 272

Voraussetzung für die Vermeidung einer Zurechnung beim Mutterunternehmen ist *zweitens* nach § 32 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 InvG, dass die Kapitalanlagegesellschaft das Sondervermögen nach Maßgabe der Richtlinie 2009/65/EG, also der neugefassten **OGAW-Richtlinie**², verwaltet. 273

Nach richtiger BaFin-Praxis bedeutet der Verweis auf die OGAW-Richtlinie nicht, dass § 32 Abs. 1 Satz 1 InvG nur bei richtlinienkonformen Sondervermögen nach Kapitel 2, Abschnitt 2 des Investmentgesetzes anwendbar ist. Auch bei Spezialfonds, Sonstigen Sondervermögen nach § 90g InvG und Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken nach § 112 InvG (Hedgefonds) findet bei Einhaltung der weiteren Vorausset- 274

1 Ausführlich *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 37.

2 Die Richtlinie 85/611/EWG wurde durch die Neufassung der OGAW-Richtlinie 2009/65/EG ersetzt und zum 1.7.2011 endgültig aufgehoben.

zungen keine Zurechnung statt¹. Eine Verwaltung nach Maßgabe der OGAW-Richtlinie erfolgt nämlich schon bei Einhaltung von Art. 25 Abs. 2 OGAW-Richtlinie (entsprechend Art. 10 Abs. 2 der alten OGAW-Richtlinie 85/611/EWG), also wenn die Kapitalanlagegesellschaft als Verwaltungsgesellschaft bei Wahrnehmung ihrer Aufgaben unabhängig und ausschließlich im Interesse der Anteilhaber (= Anleger) handelt². Dies ist bei deutschen Kapitalanlagegesellschaften regelmäßig der Fall, weil der deutsche Gesetzgeber insoweit die OGAW-Richtlinie in § 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG umgesetzt hat und Kapitalanlagegesellschaften stets zum Handeln im ausschließlichen Interesse der Anleger verpflichtet sind (s. noch Rz. 291)³. Wichtig kann dies aber bei ausländischen Fonds werden (zu ausländischen Fonds Rz. 308 ff. bzw. Rz. 311 ff.).

- 275 Voraussetzung ist *drittens* gemäß § 32 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 InvG, dass das Mutterunternehmen **der BaFin den Namen der Kapitalanlagegesellschaft und die für deren Überwachung zuständige Behörde oder das Fehlen einer solchen mitteilt**. Die Angaben sind fortlaufend zu aktualisieren (§ 21 Abs. 1 TranspRLDV). Die BaFin soll auf diese Weise über die Konzernbeziehungen, insbesondere aber über das Mutterunternehmen und den Namen der Kapitalanlagegesellschaft informiert werden, damit es die Einhaltung der Meldepflichten überwachen kann. Bei deutschen Kapitalanlagegesellschaften sind diese Informationen der BaFin freilich ohnehin bekannt (vgl. insbesondere § 2a InvG zur Stellung des Mutterunternehmens).
- 276 Voraussetzung ist gemäß § 32 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 InvG schließlich *viertens*, dass das Mutterunternehmen gegenüber **der BaFin eine Erklärung darüber abgibt, dass die Voraussetzungen von § 32 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 InvG erfüllt sind**. Es genügt also nicht, dass die Kapitalanlagegesellschaft ihre Stimmrechte unabhängig vom Mutterunternehmen ausübt. Für die Formulierung dieser Erklärung hat sich bei der BaFin ein Standard herausgebildet⁴.
- 277 Nicht erforderlich soll sein, dass sich die Erklärung auch auf Finanzinstrumente erstreckt (§ 21 Abs. 2 TranspRLDV). Dies betrifft die Meldepflichten nach § 25 WpHG. § 21 Abs. 2 TranspRLDV sollte allerdings klarstellend angepasst werden, weil mit Inkrafttreten des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG nicht mehr nur für Finanzinstrumente gilt. Außerdem sollte klar gestellt werden, dass auch im Hinblick auf von § 25a WpHG erfasste Instrumente keine Erklärung erforderlich ist.
- 278 Durch die Abgabe der Erklärung kann es zu einem Unterschreiten von Meldeschwellen und zu einer Mitteilungspflicht bei dem Mutterunternehmen kommen, wenn vorher eine Zurechnung erfolgte⁵.

bb) § 32 Abs. 2 Satz 2 InvG

- 279 Durch § 32 Abs. 2 Satz 2 InvG erfolgt eine **Rückausnahme**, also eine Zurechnung der Stimmrechte bzw. (Finanz-)Instrumente bei der Muttergesellschaft trotz Vorliegen der Voraussetzungen nach § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG. Eine Zurechnung nach den allge-

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 152; a.A. für Hedgefonds *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 40.

2 Wie hier BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 152; a.A. *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 40: Anlagekriterien entscheidend.

3 Wie hier und schon in der 4. Aufl. auch *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1292.

4 Zu der erforderlichen Erklärung vgl. auch BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 152 f.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 153.

meinen Regeln der §§ 21 ff. WpHG erfolgt, wenn *erstens* das Mutterunternehmen oder ein anderes seiner Tochterunternehmen Anteile an dem Sondervermögen (bzw. bei Investmentaktiengesellschaften: Anlageaktien, vgl. Rz. 297) hält und *zweitens* die Kapitalanlagegesellschaft für einen Fonds die Stimmrechte nicht nach freiem Ermessen, sondern nur aufgrund unmittelbarer oder mittelbarer Weisungen ausüben kann, die ihr von dem Mutterunternehmen oder dessen anderem Tochterunternehmen erteilt werden¹. Ausreichend ist in diesem Fall abweichend von § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG, dass die Möglichkeit besteht, Weisungen zu erteilen und nicht, ob auch tatsächlich Weisungen erteilt wurden. Die Weisung kann, muss aber nicht rechtlich bindend sein. Sie ist „mittelbar“, wenn sie faktisch oder über zwischengeschaltete Gesellschaften erfolgt².

Bei Anwendbarkeit der Rückausnahme wird die Kapitalanlagegesellschaft (nur) hinsichtlich des bzw. der betreffenden Fonds als Tochterunternehmen behandelt, nicht aber (auch) hinsichtlich etwaiger anderer Fonds, die von der Obergesellschaft nicht beherrscht werden³. 280

2. § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG

a) Normzweck und Anwendungsbereich

§ 32 Abs. 2 Satz 3 InvG handelt von den **Meldepflichten der Anleger von Publikums-Sondervermögen i.S. von § 2 Abs. 3 Satz 2 InvG**. Dies sind alle Sondervermögen, die keine Spezial-Sondervermögen sind. Die Vorschrift ist mit anderen Worten nicht auf Spezial-Sondervermögen i.S. des § 2 Abs. 3 Satz 1 InvG anzuwenden (zu Spezial-Sondervermögen s. Rz. 301). Dies soll dem Umgehungsschutz dienen⁴. 281

Die Norm gilt entsprechend für die Mitteilungspflichten nach § 25 WpHG (§ 32 Abs. 2 Satz 4 InvG). Auf die Bestandsmitteilungspflichten nach § 41 Abs. 2 und 4 WpHG ist sie nach Sinn und Zweck analog anzuwenden. Außerdem muss die Norm nach Sinn und Zweck auch für § 25a WpHG gelten, dies sollte im Gesetzeswortlaut klargestellt werden (etwa durch entsprechende Ergänzung von § 32 Abs. 2 Satz 4 InvG). 282

§ 32 Abs. 2 Satz 3 InvG ist auch nicht anzuwenden auf **geschlossene deutsche Fonds** etwa in Form einer GmbH & Co. KG, selbst wenn es sich um eine Publikums-Gesellschaft handelt (s. auch Rz. 256). 283

§ 32 Abs. 2 Satz 3 InvG ist direkt anzuwenden auf **Sondervermögen i.S. von § 2 Abs. 2 InvG**. Zur entsprechenden Anwendbarkeit auf (Publikums-)Investmentaktiengesellschaften s. Rz. 294). 284

Die zu einem Sondervermögen gehörenden Vermögensgegenstände stehen entweder im Miteigentum der Anleger (sog. **Miteigentumslösung**, § 30 Abs. 1 Satz 1 Fall 1 InvG) oder im treuhänderischen Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft (sog. **Treu-** 285

1 Wie hier etwa *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1289; a.A. unter Hinweis auf die Transparenzrichtlinie *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 42.

2 Vgl. auch das Beispiel in BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 153 f.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 153 f.

4 Begr. RegE Art. 4 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen, BT-Drucks. 14/7034, S. 71; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 44.

handlösung, § 30 Abs. 1 Satz 1 Fall 1 InvG)¹. § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG besteht aus zwei Halbsätzen, in denen diese beiden Fälle unterschieden werden. In der Praxis üblich ist bei deutschen Sondervermögen die Miteigentumslösung². Ausländische Fondskonstruktionen sind meist eher mit der Treuhandlösung vergleichbar.

b) § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG (Miteigentumslösung)

- 286 Stehen die im Sondervermögen verwalteten Vermögensgegenstände im **Miteigentum der Anleger** (und handelt es sich nicht um ein Spezial-Sondervermögen, Rz. 281), „gelten“ die Stimmrechte für die Anwendung des § 21 Abs. 1 WpHG als Stimmrechte der Kapitalanlagegesellschaft. Aufgrund dieser den wahren Eigentumsverhältnissen widersprechenden gesetzlichen Fiktion werden die Stimmrechte primär der Kapitalanlagegesellschaft zugeordnet, und diese ist gegebenenfalls nach § 21 Abs. 1 WpHG, und nicht „nur“ nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG meldepflichtig³. Dies kann unter anderem wegen § 28 WpHG wichtig sein, der bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG keine Anwendung findet. Außerdem sind die Anleger trotz ihrer sachenrechtlich gegebenen Stellung als Inhaber der Aktien⁴ nicht nach § 21 Abs. 1 WpHG meldepflichtig⁵.
- 287 Bildet die Kapitalanlagegesellschaft **mehrere Publikums-Sondervermögen** (§ 30 Abs. 3 InvG) oder besteht ein Publikums-Sondervermögen im Rahmen einer Umbrellakonstruktion aus mehreren **Teilfonds** (§ 34 Abs. 2 InvG), so sind die Stimmrechte zusammenzurechnen und gelten insgesamt als Stimmrechte der Kapitalanlagegesellschaft. Der Handlungsspielraum der Kapitalanlagegesellschaften bei Anlageentscheidungen ist deshalb faktisch begrenzt, will sie Meldepflichten, vor allem aber ein Pflichtangebot vermeiden⁶.
- 288 Damit bleibt zu klären, welche **Auswirkungen § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG auf die Zurechnungsbestimmungen nach § 22 WpHG** hat. Nimmt man § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG wörtlich, so gilt die dort aufgestellte Fiktion nur „...für die Anwendung von § 21 Abs. 1...“. Man könnte dies so verstehen, dass die Fiktion nicht für § 22 WpHG gilt. Bei der Zurechnung würden die allgemeinen Regeln gelten mit der Folge, dass die Kapitalanlagegesellschaft auch nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG melden müsste und die Anleger nicht melden müssten, weil ihnen die Stimmrechte als Miteigentümer gehören und deshalb keine Fallgruppe des § 22 Abs. 1 WpHG einschlägig ist.
- 289 Gegen eine solche wörtliche Auslegung spricht neben der **Komplexität** in der täglichen Anwendung der **Zweck** von § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG, für den gesamten Bereich der Stimmrechtsmitteilungen die Stimmrechte als der Kapitalanlagegesellschaft gehörend anzusehen. § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG gilt deshalb auch für die Fälle des § 22 WpHG⁷.

1 Vgl. auch BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 148.

2 *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1289; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 77.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 148 f.

4 Bei Namensaktien wird im Aktienregister dennoch in der Praxis zu Recht die Kapitalanlagegesellschaft, ggf. mit dem Fondsamen als informatorischem Zusatz, eingetragen.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 148: Anleger „generell“ nicht meldepflichtig.

6 Wie hier *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 30.

7 So zu verstehen auch BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 148.

Wichtig kann diese **berichtigende Auslegung** im Hinblick auf § 28 WpHG sein. Wenn die Voraussetzungen von § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG nicht vorliegen, muss das Mutterunternehmen der Kapitalanlagegesellschaft auch bei einem Publikums-Sondervermögen nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG melden, und nicht bloß nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6, Satz 2 WpHG, so dass § 28 WpHG anwendbar ist, wenn das Mutterunternehmen schuldhaft keine ordnungsgemäße Meldung macht. 290

Beim Anleger des Publikums-Sondervermögens erfolgt auch bei Anwendung des § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG im Rahmen des § 22 WpHG **normalerweise keine Zurechnung**, insbesondere nicht nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG¹. Zwar sieht § 9 Abs. 1 Satz 1 InvG vor, dass die Kapitalanlagegesellschaft das Sondervermögen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger zu verwalten hat. Nach richtiger herrschender Literaturmeinung setzt eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG aber unter anderem die Möglichkeit einer Einflussnahme auf die Ausübung der Stimmrechte voraus (s. § 22 WpHG Rz. 57 m.w.N.). Daran fehlt es regelmäßig bei den Anlegern eines Publikums-Sondervermögens, weil die Kapitalanlagegesellschaft die Stimmrechte unabhängig von dem einzelnen Anleger im objektiven Interesse der Anlegergemeinschaft ausübt². Die BaFin nimmt zwar in anderem Zusammenhang offenbar an, dass bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG statt einer Einflussnahmemöglichkeit auf die Stimmrechte auch die Verpflichtung zur Stimmrechtsausübung im (objektiven?) Interesse eines Dritten ausreicht³. Im Ergebnis rechnet aber auch die BaFin die Stimmrechte den Anlegern nicht zu und begründet dies mit einem Verweis auf § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG⁴. Gemeint ist wohl genauer § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG, der aber nur für Publikums-Sondervermögen in Form der Treuhandlösung gilt (dazu sogleich Rz. 292 f.). Wichtig ist die abweichende Auslegung der BaFin bei Fonds, die nicht von § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG erfasst werden, etwa geschlossenen Fonds in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG. Auf Grundlage der BaFin-Ansicht sind die Stimmrechte aus von solchen geschlossenen Fonds gehaltenen Aktien den Anlegern quotall zuzurechnen. 291

c) § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG (Treuhandlösung)

Stehen die Aktien eines Publikums-Sondervermögens im **Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft**, so stehen auch die Stimmrechte unmittelbar der Kapitalanlagegesellschaft zu. Diese muss gegebenenfalls nach § 21 Abs. 1 WpHG melden⁵. Dies ergibt sich schon aus § 21 WpHG. Zur Zusammenrechnung von Stimmrechten aus Aktien in verschiedenen Publikums-Sondervermögen bzw. in mehreren Teilfonds s. Rz. 287. 292

Im Hinblick auf die normalerweise stattfindende Zurechnung nach § 22 Abs. 1 WpHG sieht § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG als **Sonderregel** vor, dass auf die Stimmrechte § 22 Abs. 1 WpHG nicht anzuwenden ist. Dadurch soll eine Zurechnung beim Anleger nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG vermieden werden⁶. Dieses 293

1 I.E. Begr. Finanzausschuss (7. Ausschuss) zu § 10 Abs. 1a KAGG, BT-Drucks. 12/7918, S. 116, s. auch Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Leitfaden zu den Insider-Vorschriften ..., abgedr. in: *Schoebler* u.a. (Hrsg.), Kapitalanlagepolitik im Versicherungsbinnenmarkt, 1994, S. 174 ff.; *Mutter*, AG 2006, 643.

2 So auch *Schmitz*, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, § 32 InvG Rz. 24; *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, § 22 WpHG Rz. 60.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 140.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 26.

5 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 148.

6 Begr. Finanzausschuss (7. Ausschuss) zu § 10 Abs. 1a KAGG, BT-Drucks. 12/7918, S. 116, s. auch Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Leitfaden zu den Insider-Vorschriften ..., abgedr. in: *Schoebler* u.a. (Hrsg.), Kapitalanlagepolitik im Versicherungs-

Ergebnis ergibt sich nach herrschender Literaturmeinung schon aus den allgemeinen Grundsätzen, weil der Anleger keinen Einfluss auf die Stimmrechte hat (s. Rz. 265 zur Miteigentumslösung). Insoweit ist § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG einerseits überflüssig zur Erreichung seines Regelungsziels. Andererseits geht die Norm zu weit, weil sie jegliche Zurechnung nach § 22 Abs. 1 WpHG ausschließt. Dies führt *zum einen* zu nicht gewollten Ergebnissen, wenn ausnahmsweise ein Anleger eines Publikums-Sondervermögens Einfluss auf die Stimmrechte ausüben kann (etwa weil er der einzige Anleger ist). *Zum anderen* ist nach dem zu weit geratenen Wortlaut auch die Zurechnung bei der Muttergesellschaft der Kapitalanlagegesellschaft nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG ausgeschlossen, und zwar ohne dass es auf eine Unabhängigkeit der Kapitalanlagegesellschaft von der Muttergesellschaft ankommt; selbst ein unabhängiger Asset Manager, der einen Fonds verwaltet, müsste nicht mehr melden¹. § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG und die durch diese Vorschrift aufgestellten Voraussetzungen für eine Nichtzurechnung (Rz. 263) werden dadurch für Publikums-Sondervermögen entwertet und es erfolgt eine unter Transparenzgesichtspunkten wenig hilfreiche Ungleichbehandlung von „Treuhand-Fonds“ einerseits und „Miteigentums-Fonds“ andererseits. Trotz dieses vermutlich ungewollten Ergebnisses, das auch im Widerspruch zum Europäischen Recht steht, wird man einer teleologischen Reduktion von § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG zögerlich gegenüber stehen². Jedenfalls wäre insoweit eine Bußgeldbewehrung der Stimmrechtsmeldepflichten wegen des Analogieverbots gemäß Art. 103 Abs. 2 GG, § 3 OWiG ausgeschlossen.

d) Publikums-Investmentaktiengesellschaften

- 294 § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG ist direkt anzuwenden auf Sondervermögen i.S. von § 2 Abs. 2 InvG. Für (Publikums-) Investmentaktiengesellschaften ordnet § 99 Abs. 3 InvG eine entsprechende Anwendung an.
- 295 Investmentaktiengesellschaften haben als Aktiengesellschaften (§ 96 Abs. 1 Satz 1 InvG) eigene Rechtspersönlichkeit. Die für die Anleger verwalteten Vermögensgegenstände stehen stets im **Eigentum der Investmentaktiengesellschaft**³. Es gibt anders als bei Sondervermögen nur die „Treuhandlösung“, nicht aber auch die „Miteigentumslösung“. Der Verweis in § 99 Abs. 3 InvG auf § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 1 InvG läuft daher leer.
- 296 In Betracht kommt also nur die **entsprechende Anwendung von § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG** (s. dazu Rz. 292).
- 297 Abweichend von rechtlich unselbständigen Fonds in Gestalt von Sondervermögen werden die Anleger einer Investmentaktiengesellschaft **Aktionäre**. Unterschieden werden Anlageaktien der Anleger und Unternehmensaktien, die grundsätzlich von den Gründern der Investmentaktiengesellschaft übernommen werden (§ 96 Abs. 1b InvG).
- 298 Die **Unternehmensaktien** gewähren Stimmrechte in der Hauptversammlung der Investmentaktiengesellschaft. In Betracht käme deshalb eine Zurechnung von Stimm-

binnenmarkt, 1994, S. 174 ff.; *Mutter*, AG 2006, 643; i.E. auch BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 148.

1 Vgl. auch das weitere Beispiel bei *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 45.

2 Wie hier *von Bülow*, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 45; *von Bülow*, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 52.

3 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149.

rechten aus den von der Investmentaktiengesellschaft gehaltenen Aktien beim herrschenden Unternehmensaktionär nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG¹. Dies verhindert für Publikums-Investmentaktiengesellschaften zumindest nach dem Wortlaut des Gesetzes der zu weit geratene § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG i.V.m. § 99 Abs. 3 InvG, und zwar selbst dann, wenn der herrschende Unternehmensaktionär Einfluss auf die Stimmrechte ausübt (vgl. Rz. 293).

Bei **Anlegeraktionären** käme eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG 299 in Betracht, wenn die Anlageaktien ausnahmsweise mit Stimmrechten ausgestattet sind (§ 96 Abs. 1c Satz 2 InvG). Auch dies wird durch § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG i.V.m. § 99 Abs. 3 InvG zumindest nach dem Gesetzeswortlaut für Publikums-Investmentaktiengesellschaften ausgeschlossen.

Anders als bei Sondervermögen kann eine Investmentaktiengesellschaft eigenverwaltet oder durch eine Kapitalanlagegesellschaft fremdverwaltet sein (§ 96 Abs. 4 300 InvG). Bei einer **fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft** soll nach Ansicht der BaFin eine Zurechnung bei der fremdverwaltenden Kapitalanlagegesellschaft nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG erfolgen². Dies widerspricht dem Gesetzeswortlaut des zu weit geratenen Zurechnungsausschlusses in § 32 Abs. 2 Satz 3 Halbsatz 2 InvG. Davon abgesehen stellen sich für die Zurechnung bei der Muttergesellschaft der fremdverwaltenden Kapitalanlagegesellschaft bislang ungeklärte zusätzliche Zurechnungsfragen. Die Ratio gebietet es, hier die gleichen Maßstäbe anzulegen wie bei EU-Verwaltungsgesellschaften gemäß § 32 Abs. 3 InvG (vgl. Rz. 308).

e) Spezial-Sondervermögen, Spezial-Investmentaktiengesellschaften

Für Spezial-Sondervermögen und Spezial-Investmentaktiengesellschaften gilt § 32 301 Abs. 2 Satz 3 InvG nicht³.

Spezial-Sondervermögen sind Sondervermögen, deren Anteile aufgrund schriftlicher 302 Vereinbarungen mit der Kapitalanlagegesellschaft ausschließlich von Anlegern, die nicht natürliche Personen sind, gehalten werden (§ 2 Abs. 3 Satz 1 InvG). Die früher zusätzlich erforderliche Beschränkung auf nicht mehr als 30 Anleger wurde durch das Investmentänderungsgesetz aufgehoben, vermutlich ohne dass dabei an die Auswirkungen auf § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG und die §§ 21 ff. WpHG gedacht wurde.

Für **Spezial-Sondervermögen** gelten die **allgemeinen Regelungen**: 303

Bei der **Miteigentumlösung** stehen deshalb den Anlegern die Stimmrechte zu, und die 304 Anleger sind somit gegebenenfalls nach § 21 Abs. 1 WpHG meldepflichtig⁴, obwohl ihnen nach allgemeinen investimentrechtlichen Grundsätzen die Verfügungsbefugnis über die in dem Spezial-Sondervermögen gehaltenen Vermögensgegenstände entzogen ist (vgl. §§ 31 Abs. 1, 33 Abs. 2 Satz 3 InvG)⁵. Bedeutung hat dies vor allem, wenn ein Anleger über weitere Stimmrechte verfügt oder ihm aus anderen Rechtsgründen

1 Insoweit auch BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149 f.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 150.

3 OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, NZG 2005, 432 (434); *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 27.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149; a.A. *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, § 22 WpHG Rz. 61: Zurechnung beim Anleger gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG.

5 *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1291; *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 27.

Stimmrechte zugerechnet werden¹. Obwohl dies aus dem Gesetzeswortlaut nicht hervorgeht, sind bei mehreren Anlegern die Stimmrechte nur anteilig entsprechend ihrer Beteiligung an dem Spezial-Sondervermögen (und nicht vollständig) zuzurechnen². Bei der Miteigentumslösung steht das Fondsvermögen den Anlegern als Bruchteilseigentümer zu³, wie dies etwa auch bei der Girosammelverwahrung von Aktien der Fall ist (dazu § 21 Rz. 11). Bei einem Spezialfonds mit mehreren Anlegern kann die quotale Zurechnung dazu führen, dass sich die Anzahl der einem Anleger zugerechneten Stimmen ohne Investitionsmaßnahme des Fonds verändert, nämlich wenn an einen anderen Anleger neue Anteile ausgegeben bzw. von diesem zurückgenommen werden. Kauft zum Beispiel ein neuer Spezialfondsanleger neu ausgegebene Anteile eines Spezialfonds und legt den in bar gezahlten Kaufpreis für die neuen Anteile in den Fonds ein, so steigt der Nettoinventarwert des Fonds. Im gleichen Verhältnis sinkt auch die den Anlegern zugerechnete Anzahl der von dem Fonds gehaltenen Stimmrechte (§ 21 Abs. 1 Satz 1 Fall 3 WpHG: „in sonstiger Weise“). Ein weiteres in der Praxis oftmals kaum zu lösendes Problem besteht darin, dass den Anlegern eines Spezial-Sondervermögens oft ebenso wenig wie den Anlegern eines Publikums-Sondervermögens bekannt ist, welche Stimmrechte in dem Spezial-Sondervermögen verwaltet werden. Dies gilt insbesondere bei Spezial-Sondervermögen mit mehreren Anlegern.

- 305 Bei der Kapitalanlagegesellschaft erfolgt eine Zurechnung „nur“ nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG⁴. Diese Meldepflicht besteht auch bei Einschaltung eines unabhängigen Stimmrechtsvertreters nach § 32 Abs. 1 Satz 4 InvG⁵. Verstößt die Kapitalanlagegesellschaft (oder deren Muttergesellschaft) gegen ihre Meldepflicht, scheidet ein Rechtsverlust nach § 28 WpHG aus.
- 306 Stehen die Aktien im **Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft** (Treuhandlösung), erfolgt gegebenenfalls eine Zurechnung beim Anleger nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG, wenn er Einfluss auf die Stimmrechte hat⁶. Die BaFin geht offenbar davon aus, dass die Stimmrechte stets für Rechnung der Anleger gehalten werden und deshalb zuzurechnen sind (vgl. schon Rz. 291)⁷. Richtigerweise ist dies jedoch eine Frage des Einzelfalles. In vielen Fällen wird eine Einflussmöglichkeit des Anlegers bestehen, etwa über den Anlageausschuss⁸, zwingend ist dies aber nicht. Wie bei der Miteigentumslösung soll auch hier eine quotale Zurechnung erfolgen⁹. Die Kapitalanlagegesellschaft muss nach § 21 Abs. 1 WpHG melden¹⁰.
- 307 Spezial-Investmentaktiengesellschaften sind (wie Kapitalanlagegesellschaften im Fall der Treuhandlösung) gegebenenfalls nach § 21 Abs. 1 WpHG meldepflichtig. Bei Anlageaktionären kommt eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG in

1 A.A. *Pittroff*, Die Zurechnung von Stimmrechten gem. § 30 WpÜG, 2004, S. 170.

2 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149; zweifelnd hinsichtlich der Erfüllung der Tatbestandsvoraussetzungen des Zurechnungstatbestands *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1290; a.A. *Schmitz*, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, § 32 InvG Rz. 25.

3 OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, NZG 2005, 432 (434) = AG 2005, 125.

4 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149; OLG Stuttgart v. 10.11.2004 – 20 U 16/03, NZG 2005, 432 (434) = AG 2005, 125.

5 *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1290; BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 144.

6 A.A. *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, § 22 WpHG Rz. 60.

7 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149; im Ergebnis auch *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1291.

8 In diesem Sinne – aber zu pauschal – *Dreibus/Schäfer*, NZG 2009, 1291.

9 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149.

10 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 27.

Betracht, wenn der Anlageaktionär Einfluss auf die Stimmrechte hat (was in der Regel, aber nicht automatisch der Fall ist, vgl. Rz. 306)¹. Im Hinblick auf Unternehmensaktionäre ist eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG und § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zu prüfen.

IV. § 32 Abs. 3 InvG

§ 32 Abs. 3 Satz 1 InvG erklärt § 32 Abs. 2 Satz 1, 2, und 4 InvG i.V.m. § 20 TranspRLDV für EU-Verwaltungsgesellschaften für **entsprechend anwendbar**. EU-Verwaltungsgesellschaften sind Unternehmen mit Sitz in einem anderen EU- oder EWR-Staat, die den Anforderungen an eine Verwaltungsgesellschaft im Sinne der OGAW-Richtlinie entsprechen (Legaldefinition des § 2 Abs. 6a InvG). „Verwaltungsgesellschaft“ nach der OGAW-Richtlinie ist eine Gesellschaft, deren reguläre Geschäftstätigkeit in der Verwaltung von in der Form eines Investmentfonds oder einer Investmentgesellschaft konstituierten OGAW² besteht (gemeinsame Portfolioverwaltung von OGAW). Der Verweis auf Abs. 2 Satz 4 sollte besser in Abs. 3 Satz 2 erfolgen. § 32 Abs. 3 Satz 1 InvG gilt nach seinem Wortlaut nicht auch für selbstverwaltende Investmentgesellschaften gemäß der OGAW-Richtlinie. „Investmentgesellschaft“ ist nach Art. 1 Abs. 1 i.V.m. Abs. 3 OGAW-Richtlinie ein mit eigener Rechtspersönlichkeit, also in Satzungsform ausgestalteter Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW). Insofern gilt § 32 Abs. 3 Satz 2 InvG (dazu Rz. 310). 308

Man wird § 32 Abs. 3 Satz 1 InvG in Anlehnung an die Auslegung zu deutschen Kapitalanlagegesellschaften (Rz. 273) dahingehend verstehen müssen, dass der Verweis auch im Hinblick auf **nicht-richtlinienkonforme Fonds** gilt, solange diese nach Maßgabe der OGAW-Richtlinie verwaltet werden³. 309

§ 32 Abs. 2 Satz 3 InvG ist gemäß § 32 Abs. 3 Satz 2 InvG entsprechend anzuwenden, wenn der Anleger regelmäßig keine Weisungen für die Ausübung der Stimmrechte erteilen kann. Dies gilt sowohl für von einer Verwaltungsgesellschaft verwaltete Investmentvermögen im Sinne der OGAW-Richtlinie in Vertragsform ohne eigene Rechtspersönlichkeit (entsprechend dem deutschen Sondervermögen), als auch für (eigenverwaltete oder fremdverwaltete) Investmentgesellschaften mit eigener Rechtsform (entsprechend der deutschen Investmentaktiengesellschaft). Es gelten die gleichen Unabhängigkeitsanforderungen wie bei deutschen Investmentvermögen⁴. Die Unabhängigkeit kann sich aus lokalem Recht ergeben, ausreichend sind aber auch entsprechende Regelungen in den Gründungsdokumenten des Fonds (Satzung, Vertragsbedingungen)⁵. Welche Anforderungen im Übrigen an eine **entsprechende Anwendung** zu stellen sind, geht aus dem Wortlaut nicht hervor. Insbesondere kann man streiten, ob der verwaltete Fonds ein OGAW-Fonds (dies wohl nicht, Rz. 309), ein einem Fondstyp des InvG vergleichbarer Fonds oder wenigstens ein Investmentvermögen i.S. des § 1 Satz 2 InvG sein muss (s. auch Rz. 314 für Fonds aus Drittstaaten). 310

1 Insofern wie hier BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 150.

2 Die Einschränkungen des Begriffs „Organismen“ in Art. 3 OGAW-Richtlinie sind mittelbar auch für die Begriffe „Investmentgesellschaft“ und „Verwaltungsgesellschaft“ von Bedeutung und auch im Rahmen des § 32 InvG zu berücksichtigen.

3 A.A. zum alten Recht von Bülow, in: KölnKomm. WpHG, § 22 Rz. 45: Nur EG-Investmentanteile gemäß § 2 Abs. 10 InvG; unklar BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 149, 154.

4 Wie hier BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 154.

5 Beckmann, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 52; so auch Schmitz, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, § 32 InvG Rz. 33.

V. § 32 Abs. 4 InvG

- 311 § 32 Abs. 4 InvG betrifft **Verwaltungsgesellschaften und Fonds aus Drittstaaten außerhalb der EU**.
- 312 Die im Hinblick auf den formellen Fondsbegriff des Investmentrechts unglückliche Formulierung am Anfang von § 32 Abs. 4 Satz 1 InvG („Ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat, das einer Erlaubnis nach § 7 InvG oder § 97 InvG bedürfte...“) wurde von der BaFin früher zu Recht dahingehend verstanden, dass **die den Fonds verwaltende Gesellschaft**, also die Verwaltungsgesellschaft angesprochen ist. § 32 Abs. 4 Satz 1 InvG ist danach die Parallelvorschrift zu § 32 Abs. 2 Satz 1 und 2 InvG bzw. § 32 Abs. 3 Satz 1 InvG. Nunmehr geht die BaFin aber davon aus, dass neben der Verwaltungsgesellschaft auch die Investmentgesellschaft von § 32 Abs. 4 Satz 1 InvG erfasst sei¹. Dies passt nicht zur Regelungssystematik: § 32 Abs. 4 Satz 1 InvG und der Verweis in § 32 Abs. 4 Satz 2 InvG auf § 32 Abs. 2 Satz 2 InvG betreffen Verwaltungsgesellschaften, der Verweis in § 32 Abs. 4 Satz 2 InvG auf § 32 Abs. 2 Satz 3 und 4 InvG dagegen Investmentgesellschaften².
- 313 Die **Voraussetzungen für die Nichtzurechnung der Stimmrechte bei der Muttergesellschaft** sind mit den für Kapitalanlagegesellschaften geltenden Regelungen im Grundsatz vergleichbar. Eine Konkretisierung erfolgt durch § 22 TranspRLDV. Danach gelten die Regeln eines Drittstaates als gleichwertig i.S. des § 32 Abs. 4 Satz 1 Nr. 1 InvG zu den Anforderungen des § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG, wenn seine Rechtsvorschriften vorschreiben, dass ein Unternehmen i.S. des § 32 Abs. 4 InvG *erstens* die Stimmrechte aus von ihm verwalteten Vermögenswerten in jedem Fall frei und unabhängig vom Mutterunternehmen oder einem anderen von diesem kontrollierten Unternehmen ausübt und *zweitens* die Interessen des Mutterunternehmens oder eines anderen von diesem kontrollierten Unternehmens bei Interessenkonflikten nicht beachten muss (§ 22 Abs. 1 TranspRLDV).
- 314 Das verwaltete Drittstaaten-Vermögen muss nach dem Wortlaut von § 32 Abs. 4 Satz 1 InvG ein **Investmentvermögen** i.S. von § 1 Satz 2 InvG sein. Nicht erforderlich ist danach, dass eine Vergleichbarkeit zu einem der Fondstypen des Investmentgesetzes oder gar zu einem OGAW-Fonds besteht. Dies führt zu einer Privilegierung gegenüber deutschen Fonds, die zwar begrifflich Investmentvermögen, aber keine Sondervermögen im Sinne des Investmentgesetzes sind. Denn für solche deutschen Fonds, also etwa geschlossene Fonds in Form einer GmbH & Co. KG mit einer von § 1 Satz 2 InvG i.V.m. § 2 Abs. 4 InvG erfassten Anlagestrategie, gelten die Privilegien des § 32 Abs. 2 InvG nicht (vgl. Rz. 256).
- 315 § 32 Abs. 4 Satz 2 InvG erklärt die **entsprechende Anwendbarkeit** von § 32 Abs. 2 Satz 2 bis 4 InvG. Unklar sind die Anforderungen an die Investmentgesellschaft, damit eine entsprechende Anwendbarkeit von § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG in Betracht kommt. Die systematische Stellung legt nahe, dass es sich wie bei § 32 Abs. 4 Satz 1 InvG „nur“ um ein Investmentvermögen handeln muss. Dies verstärkt freilich die dargestellte (Rz. 314) Privilegierung gegenüber deutschen Fonds, die keine Publikums-Sondervermögen oder Publikums-Investmentaktiengesellschaften im Sinne des Investmentgesetzes sind. Darüber hinaus ergeben sich aus § 32 Abs. 4 Satz 2

1 BaFin, Emittentenleitfaden 2009, S. 155 oben.

2 Wie hier offenbar *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Stand: 4/2010, 410 § 32 InvG Rz. 54; unklar *Schmitz*, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, § 32 InvG Rz. 35.

InvG – anders als etwa bei § 32 Abs. 3 Satz 2 InvG – keine Anforderungen an die Unabhängigkeit des Fonds, insbesondere von seinen Anlegern. Nach dem Gesetzeswortlaut erfolgt deshalb bei einem – regulierten oder unregulierten – Investmentvermögen aus einem Drittstaat selbst dann keine Zurechnung bei einem (Allein-)Anleger, wenn dieser – z.B. als beherrschender Gesellschafter – Einfluss auf das Stimmverhalten des Fonds nimmt.

Anders als bei Investmentvermögen aus der EU (vgl. § 32 Abs. 3 Satz 2 InvG) ist für Investmentgesellschaften aus **Drittstaaten** nicht ausdrücklich geregelt, dass die entsprechende Anwendung der Privilegierung in § 32 Abs. 2 Satz 3 und 4 InvG nur in Betracht kommt, wenn die Anleger regelmäßig keine Weisungen für die Ausübung der Stimmrechte erteilen können. Daraus wird zum Teil geschlossen, dass diese Voraussetzung für Investmentgesellschaften aus Drittstaaten nicht gelte¹. Das Gesetz ist aber so zu lesen, dass diese Anforderung auch bei Investmentgesellschaften aus Drittstaaten zu beachten ist. Dies sollte freilich durch eine Anpassung des Gesetzes klargestellt werden. 316

Ist die entsprechende Anwendbarkeit von § 32 Abs. 2 Satz 3 InvG im Grundsatz eröffnet, so ist **weiterhin Voraussetzung**, dass der Drittstaat-Fonds einem Publikums-Fonds „entspricht“. Dies kann – anders als bei deutschen Fonds – im Einzelfall schwer zu beurteilen sein. 317

Zusätzliche Schwierigkeiten können sich aus der im angelsächsischen Raum üblichen Form des „beneficial ownership“ an den Aktien bzw. Anteilen des ausländischen Fonds ergeben. 318

VI. Depotbank, Prime Broker

Keine Sonderregelungen enthält § 32 Abs. 2–5 InvG für Depotbanken und Primebroker. Depotbanken deutscher Sondervermögen und Investmentaktiengesellschaften haben reine Verwahrfunktion (§ 20 Abs. 1 Satz 1 InvG). Bei ihnen erfolgt deshalb keine Zurechnung von Stimmrechten. Dies gilt auch für Prime Broker von Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (§§ 112 Abs. 3, 113 Abs. 3 InvG). 319

Im Ausland mag dies anders sein, wenn die Depotbank oder der Prime Broker Treuhandeigentümerin der Vermögensgegenstände des Fonds wird. In diesen Fällen kann eine Meldepflicht nach § 21 Abs. 1 InvG bestehen. 320

Im Übrigen sind bei ausländischen Depotbanken und Prime Brokern stets die Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen. 321

§ 23

Nichtberücksichtigung von Stimmrechten

(1) Stimmrechte aus Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, bleiben bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unberücksichtigt, wenn ihr Inhaber

¹ von Bülow, in: KölnKomm. WpÜG, § 30 Rz. 56, der dies zugleich als sachwidrige und nicht zu rechtfertigende Schlechterstellung von Investmentvermögen aus der EU gegenüber Investmentgesellschaften aus Drittstaaten kritisiert.