

BaFin  
Referat WA 11  
Marie-Curie-Straße 24-28

60439 Frankfurt am Main

Frankfurt, 29.05.2013

**WA 11-Wp 2000-2012/0081**

*Stellungnahme des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband*

Sehr geehrte Damen und Herren,

der DIRK ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR) und Vertreter kapitalmarktorientierter Unternehmen. Er fördert unter anderem die Entwicklung des Berufsstandes und setzt mit seinen über 300 Mitgliedern Qualitätsstandards für Finanzkommunikation. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst nahezu sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Gesellschaften.

Wir möchten uns im Namen unserer Mitglieder vorab bedanken, dass die BaFin den Emittentenleitfaden zur Verfügung stellt und damit dem Anwender eine Möglichkeit an die Hand gibt, die durchaus komplizierte Rechtsmaterie zu verstehen. Die von der BaFin genannten Beispiele illustrieren die Gesetzesziele und fördern eine konsequente Rechtsanwendung auf Seiten der börsennotierten Unternehmen.

Mit unserer Stellungnahme möchten wir dieses Ziel weiter fördern und werden deshalb sowohl bestehende Ausführungen der BaFin kommentieren als auch auf bisher nicht bestehende Ausführungen zu praktischen Problemen hinweisen.

DIRK – Deutscher  
Investor Relations  
Verband e.V.

Reuterweg 81  
60323 Frankfurt

T. +49 (0)69.9590 9490  
F. +49 (0)69.9590 94999

info@dirk.org  
www.dirk.org

Commerzbank  
Frankfurt

BLZ 500 800 00  
KTO 200 000 300

IBAN DE 8450 0800  
0002 0000 0300

BIC DRESDEFFXXX

Steuernummer  
045/227/31300

Wir haben unsere Stellungnahme wie folgt unterteilt. Im ersten Teil finden Sie unsere „materiellen“ Änderungsvorschläge und im zweiten Teil „kosmetische“, d.h. redaktionelle Änderungen.

Im Wesentlichen richtet sich unsere Stellungnahme auf die zentrale Positionierung des Stimmrechtseinflusses als maßgebliches Kriterium zur Beurteilung der Stimmrechtszurechnung nach § 22 WpHG für alle Anwendungsfälle. Unseres Erachtens führt die Anwendung des BGH-Urteils vom 16.03.2009 – II ZR 302/06 zu einer differenzierten Auffassung bei der Beurteilung von Aktionärspools und müsste ebenfalls zu einer restriktiveren Auslegung der Ausnahmegesetze für KAG bzw. KVG führen. Wir möchten im Zuge dessen auch darum bitten, mitzuteilen, ob die Anpassung an das geänderte BGH-Urteil nicht dazu führen müsste, Stimmrechtsberater grundsätzlich dem Anwendungsbereich des „acting in concert“ zu unterwerfen.

*Im Einzelnen*

## **1. Teil – „materielle“ Änderungen**

### 1.1. Das Kriterium des Stimmrechtseinflusses als grundlegendes Kriterium für § 22

§ 21 WpHG stellt, wie die BaFin in ihren Änderungsvorschlägen nunmehr ausdrücklich hervorhebt, nur auf die Inhaberschaft der Aktien ab. § 22 WpHG hingegen umfasst Fälle, in denen dem Meldepflichtigen die Aktien nicht gehören (er also nicht der Eigentümer ist), er allerdings die Stimmrechtsausübung maßgeblich beeinflussen kann. Der Zweck des § 22 WpHG besteht darin, dass eine transparente Beteiligung nur sichergestellt werden kann, wenn derjenige identifiziert wird, der über die Richtung und Geschicke des Unternehmens mitentscheidet.

Durch die vielen singulären Entscheidungen zu den einzelnen Tatbeständen des § 22 WpHG ist allerdings mittlerweile eine gewisse Inkonsistenz in der Auslegung aufgetreten, die die BaFin in ihren Änderungsvorschlägen selbst erkannt hat. So führt sie zur Wertpapierleihe (VIII. 2.5.2.2.) aus, dass es für § 22 Abs. 1 Nr. 2

WpHG nur darauf ankommen kann, ob eine Einflussnahmemöglichkeit des Darlehensgebers besteht, und folgt damit dem Urteil des BGH vom 16.03.2009 – II ZR 302/06. Der BGH hat hierbei klargestellt, dass u.a. § 22 WpHG die Stimmrechte in den Vordergrund stellt (BGH a.a.O.) und dabei eine einheitliche Auslegungsorientierung für alle Tatbestände des § 22 WpHG geboten. Die BaFin hat bei ihrer Überarbeitung des Emittentenleitfadens die Rechtsprechung leider nur hinsichtlich der Wertpapierleihe angepasst, die Gegenstand des BGH-Urteils war, sie allerdings leider nicht auf alle Anwendungsfälle des § 22 WpHG ausgedehnt. Die mittlerweile eingetretene Inkonsistenz betrifft hierbei insbesondere Aktionärspools und Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGGen)<sup>1</sup>.

#### *1.1.1. Aktionärspools*

Bei Aktionärspools, insbesondere bei Familienpools, sind oftmals eine Menge Personen involviert, deren Stimmrechte gegenseitig zugerechnet werden. Oft wird jedoch die Stimmrechtsausübung nur von Wenigen bestimmt. Alle sind aber (bei Überschreitung der Meldeschwellen) meldepflichtig, da ihr Verhalten als „acting in concert“ im Sinne des § 22 Abs. 2 WpHG ausgelegt wird. Das führt zu einer verfälschten Darstellung der Beteiligung. Dem Emittenten kommt es allein darauf an, denjenigen zu identifizieren, der den maßgeblichen Einfluss auf das Stimmrechtsverhalten ausüben kann und nicht bei familiären Erbfällen mit einer Fülle von Meldepflichten konfrontiert zu werden. Eine Verbesserung der Transparenz tritt damit nicht ein.<sup>2</sup> Die Poolingverträge sollten daher nicht von der BaFin generell, sondern je nach Einzelfall ausgelegt werden, um zu bestimmen wer maßgeblichen Stimmrechtseinfluss ausüben kann, und den- oder diejenigen zu verpflichten, ihre Beteiligung mitzuteilen.

Das Gesetz lässt das auch zu. Die vom BGH identifizierte einheitliche Auslegungsrichtung aller Tatbestände des § 22 WpHG muss vorliegend im Sinne einer teleologischen Auslegung herangezogen werden und kommt damit zum Ergebnis, dass es nur auf denjenigen ankommen kann, der über die

---

<sup>1</sup> Der Begriff der Kapitalverwaltungsgesellschaften wurde an das KAGB-E angepasst.

<sup>2</sup> vgl. Schwark in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl. 2010, § 22 Rn. 34

Stimmrechtsausübung entscheidet. Der Begriff „abstimmen“ in Abs. 2 führt auch nach einer Auslegung des Wortlauts zu keinem gegenteiligen Ergebnis. So setzt eine Abstimmung den gleichberechtigten Einfluss mehrerer Parteien auf ein Abstimmungsergebnis voraus. Bei vielen Poolingverträgen ist dieses Merkmal aber nicht gegeben, weshalb deren Vertragsparteien nicht alle meldepflichtig sein dürften.

### 1.1.2. KVGen

Während bei Aktionärspools eine unseres Erachtens exzessive Auslegung des § 22 Abs. 2 WpHG gelebt wird, kommt dem Ausnahmetatbestand der KVGen in § 32 Abs. 2 InvG bzw. § 94 Abs. 2 KAGB-E unverständlicherweise ein zu weiter Anwendungsbereich zu. Nach diesen Vorschriften ist die KVGen nicht als Tochterunternehmen nach § 22 Abs. 3 WpHG zu beurteilen, wenn das Tochterunternehmen unabhängig abstimmen kann. Der Begriff der Unabhängigkeit wird in § 20 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 TranspRLDV definiert. Nr. 1 stellt auf rechtliche Einwirkungsmöglichkeiten (Weisungen/nicht einwirken darf) ab. Nr. 2 definiert den Begriff „Unabhängigkeit“ ohne jeglichen Mehrwert als freie und unabhängige Stimmrechtsausübung, was dazu führt, dass § 32 InvG bzw. § 94 KAGB-E bei KVGen grundsätzlich zur Anwendung kommt.

Diese bisherige Auslegung steht einer verbesserten Beteiligungstransparenz entgegen. Ohne rechtliche Weisung erfolgt in der Praxis oftmals eine einheitliche Stimmenabgabe der verschiedenen Tochtergesellschaften, die jeweils die Ausnahme für KVGen für sich nutzen können. Das geschieht ohne rechtlichen Zwang, aber auf Grundlage einer gemeinsam erarbeiteten „voting policy“. Durch die Ausnahme im InvG bzw. KAGB-E wird die tatsächliche Stimmrechtsmacht des gesamten Fondkonzerns verschleiert, obwohl gerade das die Fälle sind, die § 22 WpHG zu umfassen beabsichtigt. Schließlich werden die einzelnen Fonds dann eine einheitliche Stimmabgabe vornehmen und damit einen erheblichen Einfluss ausüben. Die BaFin sollte daher den Ausnahmetatbestand sehr restriktiv auslegen und prüfen, ob eine unabhängige Stimmrechtsausübung vielleicht nur rechtlich, aber nicht faktisch vorhanden ist.

Unabhängig von einer restriktiven Auslegung der Ausnahmegesetze müsste dann jeweils § 22 Abs. 2 WpHG, das „acting in concert“, erfüllt sein. Insofern die KVGs einer gemeinsamen „voting policy“ folgen, findet eine Abstimmung des Verhaltens statt. Unter Beachtung der BGH-Rechtsprechung kann es dabei auch zu einer „reinen Zurechnung“ zur Muttergesellschaft kommen, wenn diese die „voting policy“ vorgibt.<sup>3</sup>

Beide Anwendungsmöglichkeiten führen in jedem Fall zu einer transparenten Beteiligung, die die Emittenten vor einer überraschenden Stimmrechtsausübungsmacht schützt, die die Investor-Relations-Abteilungen im Vorfeld einer Hauptversammlung nicht beeinflussen konnten.

### 1.1.3. Stimmrechtsberatungsverträge

Im Hinblick darauf, dass immer derjenige identifiziert werden muss, welcher die Stimmrechtsausübung maßgeblich beeinflusst, möchten wir zudem bitten, die Auffassung der BaFin zu Stimmrechtsberatungsverträgen bzw. einer etwaigen Meldepflicht von Stimmrechtsberatern mitzuteilen. Gerade im Rahmen der aktuellen Hauptversammlungen wurde Kritik an den Einflussmöglichkeiten der Stimmrechtsberater laut.<sup>4</sup> Die EU-Kommission möchte deshalb eine Initiative zur verbesserten Transparenz bei Stimmrechtsberatung ergreifen.<sup>5</sup> Diese Transparenz lässt sich unseres Erachtens durch die konsequente Anwendung von § 22 Abs. 2 WpHG erreichen, die schließlich eine Beteiligung am Unternehmen nicht voraussetzt. Teleologisch ausgelegt, müssten die Stimmrechtsberater zur Mitteilung verpflichtet werden, wie viele Aktionäre/Stimmabgaben sie beeinflussen, um die Machtverhältnisse auf einer Hauptversammlung transparent zu machen.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> vgl. bei Auffassung bei Aktionärspools.

<sup>4</sup> vgl. nur: „Aktionärsberater nehmen Deutsche Bank aufs Korn“, Handelsblatt vom 17.05.2013 und „Aktionäre im Widerstand“, Börsen-Zeitung vom 17.05.2013.

<sup>5</sup> COM(2012) 240/2, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, 3.3. Regulierung der Berater für die Stimmrechtsvertretung.

<sup>6</sup> vgl. auch, allerdings restriktiver Schneider/Anzinger, „Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung“, NZG 2007, 88 (94).

## 1.2. Das Verhältnis der ad-hoc-Pflichten zur Beteiligungstransparenz

Mit der Einführung des § 25a WpHG können Mitteilungspflichten bereits im Vorfeld von M&A-Transaktionen bestehen. Die BaFin weist in ihren Änderungsvorschlägen bereits darauf hin.<sup>7</sup> Unklar ist allerdings, in welchem Verhältnis die Vorschrift des § 25a WpHG zur ad-hoc-Publizität steht. Einen Selbstbefreiungstatbestand, vergleichbar § 15 Abs. 3 WpHG, gibt es nicht, womit sich die Frage aufdrängt, ob die potentielle Bietergesellschaft mit Abschluss eines Letter of Intent zwar eine ad-hoc-Mitteilung durch Selbstbefreiung vermeiden, allerdings eine Mitteilung nach § 25a WpHG machen muss. Der Sinn der Selbstbefreiung wäre damit ausgehebelt. Eine vorrangige Pflicht nach § 25a WpHG entspräche zudem nicht dem Gesetzesziel, welcher die feindliche Übernahme bzw. das „Anschleichen“ vermeiden will. Insofern bereits Verhandlungen zwischen den Unternehmen aufgenommen wurden, besteht die Gefahr einer „plötzlichen“ Übernahme nicht. Wir möchten die BaFin daher bitten, ihre Auffassung zum Verhältnis der Beteiligungstransparenz und der ad-hoc-Publizität im Emittentenleitfaden aufzunehmen bzw. die bisherige Auffassung in Kapitel IV. 2.2.8 des gegenwärtigen Leitfadens dahingehend anzupassen. Kapitel IV 2.2.8 beantwortet bisweilen nur, ob Beteiligungstransparenz und ad-hoc-Publizität in einem Alternativverhältnis stehen, nicht aber wie sich das Verhältnis bei gleichzeitiger Anwendung gestaltet. Die BaFin müsste sich dabei ebenfalls zum EuGH-Urteil im Fall Gelt/Schremp-Daimler äußern, welches eine Vorverlagerung der ad-hoc-Publizität zum Gegenstand hat. Nur wenn die BaFin klarstellt, wann die ad-hoc-Publizität ihrer Ansicht greift, kann sie das Verhältnis zu § 25a WpHG konkret erläutern.

---

<sup>7</sup> Kapitel VIII. 2.9.1.1. Erfasste Finanzinstrumente und sonstige Instrumente (bei § 25a WpHG).

## 2. Teil – „kosmetische Änderungen“

Die nachfolgenden Ausführungen dienen vor allem Ihrer Unterstützung. Wir haben dazu jeweils den Gliederungspunkt, bspw. (Kapitel) VIII. 2.3.7. Meldepflichtiger, benannt und auf den jeweiligen Fehler darunter hingewiesen.

### VIII. 2.3.2. Berechnung des Stimmrechtsanteils

In Absatz 5 und 6 wird erläutert, dass laut § 17 Abs. 4 WpAIV der Meldepflichtige zur Berechnung seines Stimmrechtsanteils die letzte Veröffentlichung nach § 26a WpHG zugrunde legen darf. Durch die Einführung des § 25a WpHG steht der Verweis mittlerweile in § 17 Abs. 5 WpAIV.

### VIII. 2.3.3. Schwellenberührung durch Erwerb oder Veräußerung

Der letzte Satz dieses Abschnitts führt § 25a WpHG nicht auf. Zur Vollständigkeit sollte er lauten: „Handlungen und Vereinbarungen im Vorfeld können allerdings eine Zurechnung nach § 22 WpHG oder eigene Mitteilungspflichten nach den §§ 25 und 25a WpHG begründen.“

### VIII. 2.3.6. Datum der Schwellenberührung

Zur Verdeutlichung, wann die dingliche Rechtslage bei Erwerb und Veräußerung eingetreten ist, schlagen wir vor, einen neuen dritten Absatz einzuführen, der wie folgt lautet: „Folglich kommt es auf die Depotgutschrift bzw. Ausbuchung aus dem Depot an (VIII. 2.3.3.).“

### VIII. 2.3.7. Meldepflichtiger

Das Urteil des OLG Köln, auf das in der Fußnote 23 Bezug genommen wird, ist wohl versehentlich auf den 26.06.2012 datiert worden, da es sich tatsächlich um den 06.06.2012 handelt.

### VIII. 2.5.1.1. Tochterunternehmen (§ 22 Abs. 3 WpHG)

Bei Unterpunkt 4 wird noch das Investmentgesetz erwähnt, obwohl das übrige Konsultationspapier die Vorschriften des KAGB-E bereits miteinschließt. Deshalb sollte auch hier auf den § 1 Abs. 6 KAGB-E verwiesen werden.

#### VIII. 2.5.1.2.1. Stimmrechtszurechnung bei der Kommanditgesellschaft (KG) und der offenen Handelsgesellschaft (oHG)

Bei der aufzählenden Zusammenfassung, wann eine KG nach dem gesetzlichen Normalstatut vorliegt, erscheint uns eine Aufzählung mit Aufzählungszeichen sinnvoller als die einzelnen Punkte mit Zeilenumbrüchen voneinander zu trennen.

#### VIII. 2.5.6. Anvertrauen oder Bevollmächtigen (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG)

Im vierten Absatz wird das TUG erwähnt. Wir sprechen uns generell gegen die Wiedergabe von Gesetzesbegriffen aus, die lediglich bestehende Gesetze geändert haben, da dem durchschnittlichen Anwender mit solchen Gesetzesbezeichnungen suggeriert wird, dass es ein bestehendes Gesetz, TUG gäbe, in dem sich die entsprechende Regelung wiederfindet. Es sollte daher nur die gegenwärtige Regelung des § 22 Abs. 1 Nr. 6 WpHG erläutert werden.

In der Fußnote 29 wird das Urteil des OLG Köln – 18 U 240/11 auf den 26.06.2012 datiert, wobei es sich dabei um den 06.06.2012 handelt.

Im letzten Absatz gibt es einen Rechtschreibfehler. So wird, wie in der noch aktuellen Fassung, Fondsmanagement unseres Erachtens zusammen geschrieben.

#### VIII. 2.8.1.2. Sonstige Voraussetzungen

Bei den Beispielen müsste das 1. Beispiel ebenfalls, im Gleichklang mit den anderen, unterstrichen werden.

#### VIII. 2.9.1.2. Sonstige Voraussetzungen

Beim 3. und 4. Beispiel sowie den nachfolgenden Beispielen sollten, im Gleichklang mit den übrigen Beispielen, keine Doppelpunkte nach dem Begriff „Beispiel“ angefügt werden.

Insofern Sie noch Fragen zu unseren Ausführungen haben, stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit den besten Grüßen

**DIRK - Deutscher Investor Relations Verband e.V.**



**Kay Bommer**  
*Geschäftsführer*



**Holger Lehnen**  
*Referent für Kapitalmarktrecht*